

**Juridiska institutionen
Handelshögskolan
vid Göteborgs universitet**

**Tillämpade studier
20 poäng
HT 2005**

Hedgefonder och svensk fondlagstiftning

**Författare: Henrik Saalman
Handledare: Joakim Schaaf
Examinator: Rolf Dotevall**

Innehållsförteckning

1	Inledning och frågeställning	4
1.1	Introduktion	4
1.2	Syfte	5
1.3	Metod och avgränsning	6
2	Om fonder	7
2.1	Vad är en fond?	7
2.2	Syfte med reglering	8
2.3	Historik.....	8
2.4	Investeringsfonder	9
2.4.1	Om grundstrukturen	10
2.4.2	Värdepappersfonder	12
2.4.3	Specialfonder	14
2.4.4	Avgifter	15
2.5	Fonder internationellt	16
2.6	Sammanfattning	20
3	Om hedgefonder	21
3.1	Vad är en hedgefond?.....	21
3.1.1	Den första hedgefonden	21
3.1.2	Dagens hedgefonder	22
3.2	Varför tillåta hedgefonder?	25
3.3	Syfte med reglering	25
3.4	Hedgefonder internationellt.....	27
3.5	Sammanfattning	30
4	LIF och hedgefonder	32
4.1	Sverige.....	32
4.2	Norge	35
4.3	Danmark	38
4.4	Finland.....	41
4.5	Konklusion	43

5 LIF och gränsöverskridanden.....	48
5.1 Om gränsöverskridanden.....	48
5.2 Sverige.....	49
5.3 Norge.....	53
5.4 Danmark.....	55
5.5 Finland.....	56
5.6 Konklusion	58
 Källförteckning.....	 61

1 Inledning och frågeställning

1.1 Introduktion

Enligt statistik från Fondbolagens Förening var det svenska nysparandet i fonder rekordhøgt år 2005.¹ Intresset för att placera kapital i fonder är nu högre än någonsin. Men hur många är det egentligen som har närmare kunskap om vad en fond är och hur den fungerar? Termen *fond* kan i det svenska språket användas i ett flertal bemärkelser, men gemene man torde dock i första hand förknippa fond med en typ av investeringsinstrument. Kännetecknande för en fond i denna bemärkelse är att det är en kollektiv placeringsform där en grupp investerare går samman och placerar kapital gemensamt. Som investeringsinstrument har fonder flera funktioner för den enskilde investeraren. Vid investering i en fond får man exempelvis tillgång till kompetens och sakkunskap som man kanske själv saknar. En fondinvestering kan även ge investeraren möjlighet att uppnå en diversifiering och riskspridning som denne i brist på kapital kanske inte kan uppnå på egen hand. Även för de finansiella marknaderna har fondinstitutet betydelse, då fonderna bland annat allokerar kapital och bidrar till likviditeten.

Det finns flera typer av fonder och den som regelbundet läser affärspress har säkerligen stött på begreppet *hedgefond*. Det skrivs nästan dagligen om hedgefondernas avkastning, ägarroll och risker. Dagens massmediala exponering av hedgefonderna kan förmodligen förklaras av deras bitvis spektakulära historia. År 1992 gjorde exempelvis George Soros hedgefond Quantum miljardvinster när Storbritannien var tvungen att frånträda den fasta växelkurs som var fastställd mellan brittiska pund och euro. Quantum hade spekulerat i att den fastställda växelkursen var orealistisk och att Storbritannien mycket riktigt skulle tvingas frångå den. Huruvida George Soros de facto bidrog till händelseförloppet genom sin spekulation är emellertid oklart. År 1998 var vidare hedgefonden "Long Term Capital Management" ("LTCM") mycket nära att orsaka en global finanskris. LTCM, grundad av bland annat två tidigare nobelpristagare i ekonomi Robert Merton och Myron Scholes, spekulerade i felaktig prissättning av finansiella instrument. Marknaden utvecklades i en annan riktning än man förutspått, vilket orsakade stora förluster och placerade fonden på randen till konkurs. Beroende på fondens utsatta placeringssituation tillsammans med mycket hög belåningsgrad befarades att en eventuell konkurs skulle orsaka en global systemkris.² Krisen uteblev tack vare den amerikanska centralbanken, som iscensatte en räddningsaktion med 14 inblandade banker. Listan med exempel på uppmärksammade händelser med hedgefonder kan göras lång

¹ Pressmeddelande Fondbolagens Förening, 2006-02-09.

² Riksbanken, Hedgefonder – orosstiftare, s 31.

och det är sannolikt med anledning av deras historia som hedgefonderna idag är vida omtalade och fascinerar många. Samtidigt har hedgefonderna idag en betydande roll på de finansiella marknaderna i både USA och Europa. Uppskattningsvis står fonder av denna typ för 1/3 av daglig handel på både New York-börsen och Londonbörsen.³

Hedgefond är i första hand ett ekonomiskt begrepp som vuxit fram i finanskretsar, vilket bland annat medför att det inte är oproblematiskt att sätta begreppet i ett rättsligt sammanhang. Det finns idag heller ingen precis och globalt erkänd definition av vad som är en hedgefond. Samtidigt är hedgefonderna en någorlunda definierbar grupp fonder med en särskild funktion och karaktär. Detta faktum har även uppmärksammats av lagstiftare världen över, vilka arbetar intensivt med att möta de nya frågeställningar som hedgefonderna för med sig. Inte minst gäller detta Europa där nyligen flertalet lagstiftare i samband med direktivimplementering övervägt de implikationer som hedgefonderna för med sig. Så skedde bland annat i samband med uppdateringen av den svenska fondlagstiftningen som trädde i kraft 2004. Parallellt har även liknande processer ägt rum i såväl Norge, Danmark som Finland.

1.2 Syfte

Juridiken förknippad med fonder skall sannolikt rätteligen betraktas som en del av associationsrätten. Trots att fonder är en form av associationer med stor betydelse ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är dessa mycket sparsamt behandlade i den juridiska doktrinen. Annorlunda förhåller det sig med ekonomisk doktrin där fonder och särskilt hedgefonder är vida omskrivna, i synnerhet ur ett internationellt perspektiv. Man skulle kunna se det som att förevarande uppsats tar utgångspunkt i ett begrepp härstammande ur den ekonomiska doktrinen och redogör för detta ur ett rättsligt perspektiv. Uppsatsens övergripande syfte är att klargöra den svenska rätten kring fonder i allmänhet och hedgefonder i synnerhet. I detta syfte kommer följande tvådelade frågeställning att utredas:

1. Hur behandlas hedgefonder enligt svensk rätt?
2. Hur behandlas utländska hedgefonder enligt svensk rätt?

För att belysa den svenska regleringen och peka på för- och nackdelar kommer denna att jämföras med motsvarande reglering i de övriga nordiska staterna med undantag för Island.

³ FSA, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, s 14.

1.3 Metod och avgränsning

Uppsatsen har en komparativ ansats i bemärkelsen att den svenska rätten belyses genom en jämförelse med utländska förhållanden. Samtidigt är uppsatsen rättsdogmatisk och söker besvara frågeställningarna genom att hämta ledning ur konventionella rättskällor. Eftersom det handlar om ett tämligen okonventionellt rättsområde är den juridiska doktrinen mycket begränsad, varför framförallt mycket ledning hämtats ur offentligt tryck i respektive rättsordningar.

Det finns en rad rättsliga frågor av intresse som är förknippade med hedgefonder och fonder i allmänhet. Till exempel tenderar skatterättsliga frågeställningar att få hög relevans i samband med fonder. Av utrymmesskäl ryms emellertid inte alla frågeställningar i förevarande uppsats. För tydlighets skull görs därför en avgränsning mot frågor som rör skatterätt. Likaså undantas frågor anknutna till fondinterna intressekonflikter samt frågor relaterade till fonder i en ägarfunktion.

Uppsatsen består av fyra avdelningar. Den första avdelningen innehåller en allmän redogörelse över fondbegreppet och fondreglering, både ur svenskt och internationellt perspektiv. Härfter följer en avdelning där begreppet hedgefond utreds. I den tredje avdelningen behandlas första delen av frågeställningen. Avdelningen inleds med en beskrivning av den svenska rätten, vilken sedan jämförs med de nordiska länderna. Slutligen besvaras i den fjärde avdelningen sista delen av frågeställningen och även här belyses den svenska rätten med nordisk jämförelse.

2 Om fonder

2.1 Vad är en fond?

Innan vidare diskussioner förs är det lämpligt att stanna upp litet vid fondbegreppet och dess innebörd. Inom EU refererar man till fonder i aktuell bemärkelse som *företag för kollektiva investeringar*.⁴ Innebörden av ett företag för kollektiva investering är att ett antal subjekt går samman och investerar kollektivt. I de fall sådana företag riktar sig till allmänheten uppkommer typiskt sett anledning till reglering av verksamheten i syfte att skydda potentiella investerare och framförallt konsumenter. Vid sådan reglering inom svensk rätt tar man avsteg från formell organisation, med följden att företag för kollektiva investeringar endast får vända sig till allmänheten om de är upprättade enligt något av två tillgängliga rättsliga alternativ.⁵ Företag för kollektiva investeringar kan nämligen i grunden delas in i två typer, beroende på om de har en flexibel förmögenhetsmassa eller inte. Den ena typen, vilken enligt utgångspunkt har en bestämd förmögenhetsmassa och ett bestämt antal andelsrätter, brukar benämnas som slutna. Den andra typen brukar benämnas öppen och har en flexibel förmögenhetsmassa, vilken tillåts variera allteftersom kapital investeras eller tvärtom. Detsamma gäller antalet andelsrätter, vilka varierar med att investerare tillkommer eller frånfaller. Det är i första hand sådana öppna företag som man i Sverige förknippar med fondbegreppet. Fonder i denna bemärkelse får endast erbjudas allmänheten i enlighet med det regelverk som återfinns i lagen (2004:46) om investeringsfonder ("LIF"), vilket i sin tur innebär att de rättsligen måste upprättas enligt en föreskriven modell. Även slutna företag för kollektiva investeringar förekommer i svensk rätt, men dessa brukar inte benämnas fonder, utan investmentbolag. I denna bemärkelse kan således bolag som Industrivärden och Investor anses utgöra slutna fonder, vilkas andelsrätter erbjuds allmänheten i enlighet med det regelverk som lag (2005:551) om aktiebolag ("ABL") uppställer.

Förevarande framställning tar utgångspunkt i öppna fondprodukter som erbjuds *allmänheten* och kommer således inte att behandla slutna fonder i någon vidare utsträckning. I de fall någon önskar bedriva öppen fondverksamhet utan att rikta sig till allmänheten, föreligger inga begränsningar vad gäller val av rättslig struktur. Av tidigare förarbeten framgår att lagstiftaren aldrig åsyftat att intervensera i sådana privata kollektiva investeringsföretag som inte riktar sig till allmänheten. Här uttrycks vidare att om man avser att vända sig till allmänheten är sådan

⁴ Jfr terminologi i 85/611/EEG (UCITS-direktivet), art 1.

⁵ Ds 1989:71, s 64.

verksamhet tillståndspliktig och måste ske i någon av de former som lagstiftaren bistår med; antingen som investeringsfond enligt LIF eller som investmentbolag enligt ABL. Det finns inte någon legal definition om vad som avses med allmänheten. I förarbetena anges att ett företag som genom annonsering vänder sig till ett obestämt antal personer får anses vända sig till allmänheten även om en eventuell kontantinsats sätts så högt att endast ett begränsat antal personer har möjlighet att delta. Vidare anges att även en bank som genom direktreklam vänder sig till en grupp av sina kunder får anses ha passerat gränsen för vad som skall räknas till allmänheten.⁶

2.2 Syfte med reglering

LIF bistår med en rättslig struktur för fondverksamhet i lagens mening och uppställer en tvingande ordning för hur en fond skall se ut och förvaltas. Som ovan framgått behandlar lagen endast öppen fondverksamhet som riktar sig till allmänheten. Att man valt att upprätta en tvingande offentlighetsreglering av sådan verksamhet beror i huvudsak på en vilja att skydda allmänheten. Avgörande motivet till lagstiftningen är således konsumentskyddet.⁷ Detta övervägande baseras på det faktum att en fond kan vara en förhållandevis komplex inrättning som är svåröverskådlig för en konsument, vilket i kombination med det faktum att en fondsparare i regel befinner sig i ett slags informationsunderläge ger upphov till en obalans inblandade parter emellan (asymmetrisk information). Likaså kan det förekomma delikata intressekonflikter och andra osäkerheter som är till nackdel för konsumenten. Lagstiftningen syftar till att stävja denna problematik och göra fondsparandet till ett attraktivt alternativ för konsumenter. Vid sidan av konsumentskyddsändamålet brukar man även ibland ange finansiell stabilitet som ett motiv för en fondlagstiftning. I detta avseende kan lagstiftningen anses syfta till förhindrandet av systemrisk⁸ och tjäna ett syfte som övergripande brukar benämnas systemskydd.⁹ Detta motiv är emellertid inte längre ett framträdande motiv för den svenska fondlagstiftningen.

2.3 Historik

Särskild lagreglering av fondverksamhet i aktuell bemärkelse har funnits i Sverige ända sedan 1974, då aktiefondslagen (1974:931) trädde i kraft. Aktiefondsslagen byggde i stor

⁶ Prop 1989/90:153, s 51.

⁷ Prop 2002/03:150, s 128.

⁸ Risken att en störning i en del av det finansiella systemet fortplantar sig och hotar hela systemets grundläggande funktion.

⁹ Finansiell stabilitet, Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn.

utsträckning på riktlinjer utarbetade av Europarådet och OECD i början av 1970-talet.¹⁰ Lagen kom att gälla fram till 1990 då den ersattes av lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Parallellt med den nationella utvecklingen i Sverige utfärdade EG 1985 det så kallade UCITS-direktivet¹¹, vilket även detta var baserat på de riktlinjer som utarbetats av Europarådet och OECD. Vid denna tidpunkt var Sverige ännu inte medlem i EG och EES-avtalet mellan EG och EFTA trädde i kraft först 1994. Således var Sverige inte bundet av direktivet i formell mening, men inte desto mindre var det en vilja att anpassa den svenska lagstiftningen till EG-rätten som gav upphov till lagen om värdepappersfonder. Den nya lagstiftningen innebar inte någon avgörande förändring av rättsläget men utvecklade bland annat bestämmelserna om information och riskspridning samt öppnade för utländska fonder. Emellertid antogs i februari 2002 två ändringsdirektiv som modifierade det ursprungliga UCITS-direktivet och därmed fordrade en uppdatering av den svenska lagstiftningen. Uppdateringen resulterade i ett helt nytt regelverk, LIF, vilket efterträdde den fram till dess gällande lagen om värdepappersfonder.

2.4 Investeringsfonder

Fonder upprättade enligt LIF benämns investeringsfonder, vilket kan ses som ett samlingsnamn för de två huvudkategorier av fonder som lagen möjliggör; värdepappersfonder och specialfonder.¹² Indelningen är i princip gjord utifrån den ekonomiska karaktär och de förvaltningsbestämmelser som gäller för respektive kategori. Värdepappersfonderna utgör utgångspunkt i LIF och är en form av huvudkategori ifrån vilken specialfonderna avviker.

Stora delar av LIF och framförallt regelverket för värdepappersfonder bygger på EG:s UCITS-direktiv från 1985, antaget i syfte att harmonisera marknaden för kollektiva investeringar i värdepapper med kapital från allmänheten.¹³ Harmoniseringssyftet skall ses som ett led i förverkligandet av den inre marknaden inom EG. Alla bestämmelser i LIF härrör emellertid inte från UCITS-direktivet. Grovt uttryckt kan man säga att LIF innehåller två lager av bestämmelser; dels ges materiella bestämmelser rörande hur fonder skall förvaltas, dels bidrar lagstiftningen med en grundstruktur för hur fonder rättsligt upprättas.

¹⁰ Prop 1989/90:153, s 33.

¹¹ 85/611/EEG.

¹² 1 kap 1 § p 19 och 21 LIF.

¹³ Finansinspektionen, Handbok om investeringsfonder, s 79.

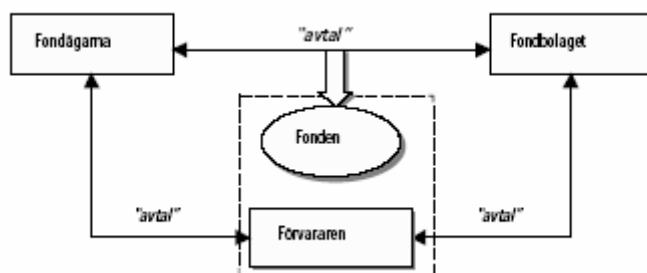
Harmoniseringsarbetet inom EG berör i första hand förvaltningsbestämmelserna, medan valet av fondernas juridiska grundstruktur ytterst överlämnats åt medlemsstaterna.¹⁴

Värdepappersfonderna är ur förvaltningssynpunkt i helhet harmoniserade genom UCITS-direktivet och brukar även kallas UCITS-fonder eller harmoniserade fonder. Specialfonderna faller däremot utanför UCITS-direktivets tillämpningsområde och är icke-harmoniserade. Samtidigt tillämpas samma rättsliga grundstruktur på både värdepappersfonder och specialfonder. Lagstiftaren har således valt att möjliggöra för icke-harmoniserade fonder, men samtidigt valt att koppla dessa till den harmoniserande lagstiftningen. I övrigt kan noteras att icke-harmoniserade fonder förekom även då lagen (1990:1114) om värdepappersfonder var gällande, men benämndes då nationella fonder.

2.4.1 Om grundstrukturen

För såväl värdepappersfonder som specialfonder gäller således en gemensam grundstruktur, vilken delvis härrör ur UCITS-direktivet men också är en produkt av inhemska överväganden. Strukturen består först och främst av den legala konstruktionen, det vill säga vad inblandade parter har för rättslig relation sinsemellan. I Sverige har lagstiftaren valt en kontraktsrättslig konstruktion där rättsförhållandet inblandade parter emellan regleras på avtalsrättslig grund.

Figur 1. Den legala konstruktionen¹⁵



Tillsynes rör det sig om tre inblandade parter. I första hand finns fondandelsägarna, det vill säga dem som investerar kapital i fonden, vilka ofta är konsumenter, men även kan vara större institutionella investerare. Andra part är fondbolaget som i den svenska ordningen agerar förvaltare av fondförmögenheten. Den tredje inblandade parten är förvararen eller förvaringsinstitutet, som har i uppgift att på ett betryggande sätt förvara fondförmögenheten

¹⁴ Jfr 85/611/EEG, art 1.

¹⁵ Figuren är hämtad ur prop 2002/03:150, s 116.

samt en skyldighet att handla oberoende av fondbolaget och i andelsägarnas intresse. Sammantaget konstituerar trepartskonstruktionen en investeringsfond. En investeringsfond utgör endast en avtalsrättslig konstruktion och har inte ställning som ett juridiskt subjekt. Rättsligt sett existerar bara en förmögenhetsmassa som varken kan sluta avtal eller ingå förpliktelser. Äganderätten till fondförmögenheten befinner sig hos andelsägarna, vilka äger förmögenheten gemensamt genom en form av samägande. Rådigheten över fondförmögenheten befinner sig dock hos fondbolaget som ansvarar för förmögenhetens förvaltning. Detta utgör de formella förutsättningarna, men i praktiken är situationen mer komplicerad. Då andelsägarnas äganderätt är kraftigt beskuren, föreligger det nämligen inget ordinärt förhållande mellan ägare och förvaltare i detta fall. Fondbolaget har övertagit de flesta av de rättigheter och skyldigheter som typiskt sett följer med äganderätten och inte heller kan andelsägarna göras ansvariga för de förpliktelser som hänförs till fonden.

Enligt konstruktionen är fondbolagets kvalificerade förvaltarroll avsedd att balanseras av kravet om oberoende förvaring. Förvaringsinstitutet har för det första en övervakande roll i det avseende att det uppväger fondbolagets makt och får exempelvis inte utföra åtgärder som strider mot fondbestämmelserna. Genom kravet om oberoende förvaring hos förvaringsinstitutet undviks för det andra att fondförmögenheten sammanblandas med fondbolagets egna tillgångar och tillhörande förpliktelser. Separationen syftar till att skydda andelsägarna och fondförmögenheten kan till exempel inte bli föremål för utmätning av skulder som hänförs till fondbolaget. Att fondförmögenheten skall förvaras hos en oberoende part är exempel på en konstruktion som följer av UCITS-direktivet, men som lagstiftaren valt att tillämpa även på icke-harmoniserade fonder.¹⁶ Förvaringsinstitutet skall enligt UCITS-direktivet stå under offentlig tillsyn och ”...kunna ställa erforderliga ekonomiska garantier samt besitta tillfredsställande sakkunskap och kompetens för att kunna effektivt bedriva verksamhet som förvaringsinstitut och uppfylla därmed förenade åtaganden”.¹⁷ Även för fondbolag gäller särskilda förutsättningar. Fondbolaget måste enligt LIF vara ett kvalificerat svenskt aktiebolag och regleras, om inte LIF stadgar annat i ABL.¹⁸

Den beskrivna trepartskonstruktionen är motiverad av en vilja att värna om andelsägarna, vilka skyddas genom en slags maktbalans. Trepartsförhållandet kan anses uppbyggt genom

¹⁶ 85/611/EEG, art 7.

¹⁷ 85/611/EEG, art 8.

¹⁸ 2 kap 2 och 3 §§ LIF.

två separata uppdragsavtal där fondbolaget och förvaringsinstitutet åtagit sig uppdrag för andelsägarnas räkning. I detta sammanhang bör de så kallade fondbestämmelserna uppmärksammas. Varje investeringsfond måste enligt lag ha separata fondbestämmelser i vilka närmare riktlinjer för förvaltning av fonden skall fastställas. Fondbestämmelserna kan anses utgöra avtalsinnehåll i framförallt det tänkta uppdragsavtal som föreligger mellan andelsägarna och fondbolaget.

Angränsande till frågan om den legala konstruktionen är bestämmelserna om fondandelarnas rättsliga ställning, vilka även dessa är gemensamma för alla typer av investeringsfonder. Utgångspunkten är att fondandelarna oavsett typ av investeringsfond skall vara lika stora och ha samma rätt till fondens förmögenhetsmassa. Till den gemensamma grundstrukturen hör även regler om upphörande och överlåtelse av fondverksamhet samt möjligheten att ingå uppdragsavtal avseende fondverksamheten. Det föreligger också ett grundläggande informationskrav, framförallt gentemot andelsägarna, men även gentemot allmänheten. Informationskravet består bland annat i skyldighet att löpande rapportera fondandelsvärden, upprätta informationsbroschyr samt lämna årsberättelse.

Beskriven grundstruktur är obligatorisk för alla typer av investeringsfonder. Utöver detta måste verksamheten bedrivas i enlighet med ett grundläggande sundhetskrav. Utgångspunkten är vidare att fondverksamhet i lagens mening är förenat med tillståndplikt. Tillstånd meddelas av Finansinspektionen som även har ansvar för övergripande tillsyn över fondverksamhet och har i uppgift att främja en sund utveckling på fondmarknaden. Finansinspektionen utfärdar dessutom kompletterande föreskrifter till LIF. Vid överträdelse av regelverket har man vidare rätt att meddela sanktioner gentemot aktörer, vilket exempelvis kan bestå av indragande av ett fondbolags auktorisation. Vid sidan av Finansinspektionens tillsynsansvar, har även andelsägarna givits rätt att utkräva skadestånd från såväl fondbolaget som förvaringsinstitutet i de fall dessa inte fullgör sina skyldigheter med följderna att skada uppkommer.

2.4.2 Värdepappersfonder

Regleringen av värdepappersfonder utgör stommen i LIF och värdepappersfonderna måste följa bestämmelserna i LIF i sin helhet utan möjlighet till undantag. Ser man till den svenska fondmarknaden har värdepappersfonderna en dominerande ställning och merparten av det svenska fondkapitalet är investerat i värdepappersfonder. Tack vare värdepappersfondernas konsumentskyddande karaktär utgör dessa ett fördelaktigt alternativ för den som inte har

erforderlig kunskap för, eller intresse av, att direktinvestera i aktier och har följaktligen också lockat till sig en avsevärd mängd investeringskapital. Som en följd av harmoniseringen med UCITS-direktivet är förfarandet vid marknadsföring och försäljning av värdepappersfonder inom EES mycket förenklat jämfört med vad som gäller för specialfonder. I doktrin är det brukligt att tala om ett slags "europeiskt pass" för UCITS-fonder, eftersom dessa har en förenklad rörlighet inom EES.

Det ursprungliga UCITS-direktivet stadgade förhållandevis snäva investeringsbestämmelser för värdepappersfonder, men med anledning av den omfattande utveckling som sker inom den europeiska finansiella sektorn liberaliserades dessa regler genom ändringsdirektiven som antogs 2002. I den ordning som LIF idag erbjuder, får värdepappersfondernas förmögenhet exempelvis investeras i såväl finansiella derivatinstrument¹⁹ som penningmarknadsinstrument²⁰. Vidare är det numer möjligt att investera i andra värdepappersfonder, vilket möjliggör så kallade fondandelsfonder.

För värdepappersfonder finns ett övergripande krav om riskspridning, vilket är kvantitativt uttryckt i 5 kapitlet LIF och i grunden följer av UCITS-direktivet. Här återfinns exempelvis regler som anger att en värdepappersfond som utgångspunkt inte får investera mer än 5 procent av sitt kapital i samma aktie. Inte heller får en värdepappersfond investera sitt kapital på ett sådant sätt att man uppnår ett väsentligt inflytande i ett aktiebolag. Bestämmelserna om riskspridning är en central del av UCITS-direktivets rättsbildning och tjänar konsumentskyddande.

UCITS-direktivet påbjuder en betydande informationsplikt gentemot andelsägarna, som har rätt att informeras om fondens placeringsinriktning och riskprofil. En värdepappersfond måste vidare vara öppen för allmänheten i den bemärkelse att i princip vem som helst skall ha rätt att investera och spara i fonden. Likaså måste en värdepappersfond vara öppen i det avseende att befintliga andelsägare vid varje tidpunkt skall ha rätt att utträda från fonden och få sin andel likviderad.

¹⁹ 1 kap 1 § p 2 LIF; "...optioner, terminer och swappar samt andra likartade finansiella instrument".

²⁰ 1 kap 1 § p 18 LIF; "...statsskuldväxlar, bankcertifikat samt sådana andra finansiella instrument med en löptid på högst tolv månader som normalt omsätts på penningmarknaden, är likvida och har ett värde som vid varje tidpunkt exakt kan fastställas".

2.4.3 Specialfonder

Specialfonderna är definierade utifrån värdepappersfonderna på så vis att de är sådana fonder som ryms inom LIF, men ändå inte uppfyller alla krav som gäller för värdepappersfonder. Som ovan framgått delar värdepappersfonderna och specialfonderna på samma grundstruktur, vilken är obligatorisk och inte kan göras avsteg från. Specialfondernas avvikelser har istället i första hand att göra med deras investeringsbefogenhet och förvaltning.

För specialfonder, liksom för värdepappersfonder, gäller ett krav på riskspridning, men med den skillnaden att detta krav är mer odefinierat för specialfonder. Värdepappersfonder har nämligen kvantitativt uttryckta bestämmelser om riskspridning, medan det för specialfonder endast finns ett odefinierat krav om riskspridning.²¹ Det faller sedan på Finansinspektionen att avgöra om aktuell fond uppfyller de värden som ligger i begreppet riskspridning.

De placeringsbestämmelser som följer av UCITS-direktivet och som gäller för värdepappersfonderna utgör utgångspunkt även för specialfonderna, dock med den modifieringen att det finns möjlighet till undantag. Det är Finansinspektionen som medger sådana undantag, vilket dock förutsätter att kravet om riskspridning för specialfonder alltjämt är uppfyllt. En specialfond kan alltså teoretiskt investera i alla typer av finansiella tillgångar så länge Finansinspektionen avger sitt medgivande. I sammanhanget bör noteras att det även finns andra typer av tillgångar som kan vara intressanta att placera fondförmögenheten i, som exempelvis råvaror²² eller fastigheter. Utgångspunkten i detta avseende är att LIF är utformad utifrån finansiella tillgångar och därmed är anpassad efter en viss typ av transaktioner. Av flera anledningar har det därför ansetts olämpligt att möjliggöra investering i tillgångar som karaktäristiskt väsentligt skiljer sig från finansiella tillgångar. Lagstiftaren har med detta resonemang som grund exempelvis ansett det olämpligt att möjliggöra för investering direkt i råvaror; detta med motiveringen att det inte är lämpligt för en investeringsfond att ägna sig åt varuhandel.²³ Däremot finns det inga hinder mot att investering sker i råvaruderivat om dessa handlas på en fungerande finansiell marknad, eftersom detta är en typ av finansiellt tillgångsslag som ryms under lagstiftningens konstruktion.

²¹ 6 kap 2 § LIF.

²² Exempelvis guld eller olja.

²³ Prop 2002/03:150, s 249.

Värdepappersfonder är som ovan anförts öppna i dubbel bemärkelse. Detta gäller som utgångspunkt även specialfonderna, men liksom i andra avseenden kan avsteg från utgångspunkten göras om så medges av Finansinspektionen.²⁴ En specialfond behöver inte vara riktad till allmänheten utan kan rikta sig endast mot en i fondbestämmelserna definierad krets. Kretsen får inte vara alltför snäv, men det är tillåtet att en specialfond exempelvis riktar sig endast till institutionella investerare.²⁵ Även specialfondernas öppenhet för inlösen kan modifieras under förutsättning att möjlighet till inlösen ges minst en gång per år.

Den övergripande principen framgår tydligt. Specialfonderna kan undantas från betydande delar av det regelverk som gäller för värdepappersfonder, men bara om Finansinspektionen medger varje sådan specifik avvikelse. Rådande ordning är en produkt av överväganden utifrån konsumentskyddsändamål. Merparten av specialfonderna riktar sig, liksom värdepappersfonderna, till konsumenter och det hade varit mycket märkligt att undanta specialfonderna från alla konsumentskyddsmekanismer som gäller för värdepappersfonder, eftersom de båda trots allt i princip riktar sig mot samma målgrupp. Vald konstruktion medger således avsteg från delar av regelverket, men med Finansinspektionen som ”brandvakt”. I fondbestämmelserna och i den information som enligt lag i övrigt måste lämnas skall det framgå på vilket sätt fonden avviker från vad som gäller för värdepappersfonder samt att det är en specialfond. Specialfonder får förvaltas av fondbolag men även av värdepappersbolag efter särskilt tillstånd.²⁶ Värdepappersbolag får emellertid inte förvalta värdepappersfonder.

2.4.4 Avgifter

När man investerar i en fond kontrakterar man i praktiken två uppdragstagare; dels ingår man ett avtal med fondbolaget om förvaltning av investerat kapital i enlighet med stadgandena i fondbestämmelserna, dels ingår man (åtminstone i teorin) ett avtal med förvaringsinstitutet om handhavandet av investerat kapital. LIF innehåller emellertid inga direkta bestämmelser om avgifter kopplade till fondinvestering. Visserligen stadgas att fondbestämmelserna, vilka skall vara skäliga, måste innehålla viss information om avgifter för fondsparandet, men utöver detta regleras inte vilka avgifter som får utgå och på vilket sätt. Av de två uppdragsavtalen är det kontraktering av förvaltning som utgör själva kärnan i fondinvesteringen och samtidigt också är mest kostnadskrävande av de två. Förvaltningsavgift utgår typiskt sett som en fast

²⁴ 6 kap 1 § LIF.

²⁵ Prop 2002/03:150, s 255.

²⁶ 1 kap 5 § LIF

procentsats av fondförmögenheten, vilken distribueras på andelsägarna i enlighet med andel investerat kapital. Det förekommer också att förvaltningsavgiften är avkastningsrelaterad, vilket typiskt sett innebär att den utgår som en procentsats av avkastningen i relation till ett bestämt jämförelseindex. Vad gäller avgiften till förvaringsinstitutet utgår denna normalt som en procentsats av fondförmögenheten. I övrigt tillkommer regelmässigt transaktionskostnader, avgifter till Finansinspektionen och ibland köp- och försäljningsavgifter avseende fondandelar. Respektive kostnader tas vanligtvis direkt ur fondförmögenheten.

2.5 Fonder internationellt

Fonder är en världsomspännande företeelse och samtliga avancerade rättsordningar innefattar någon form av reglering av fondverksamhet. Att jämföra fonder länder emellan kan ur flera aspekter vara komplicerat då variationerna är stora vad gäller rättslig karaktär och form. Däremot är de slutgiltiga fondprodukterna som erbjuds i respektive stat ur en investerares perspektiv tämligen likvärdiga. Bland EU:s medlemsstater är regleringen av fondverksamheten i flera avseenden mycket likartad, vilket i hög grad beror av UCITS-direktivet.²⁷ Internationellt sett är den europeiska fondmarknaden, eller de europiska fondmarknaderna, tongivande ur både ekonomisk och rättslig synpunkt. Mest utvecklad och alltså störst ur ekonomisk synvinkel är dock den amerikanska fondmarknaden. I USA är de finansiella strukturerna generellt sett mer innovativa och utvecklade än på någon annan plats, vilket delvis kanske beror av den i flera avseenden liberala rättsordningen. Å andra sidan anses USA ha en omfattande detaljreglering som ställer stora krav på de finansiella aktörerna. Denna detaljreglering har emellertid inte verkat hämmande på produktutvecklingen.

Internationellt är det brukligt att tala om två huvudtyper av fonder; "closed-ended" och "open-ended". Att en fond är av typen "closed-ended" innebär att den har en fixerad fondförmögenhet och ett fast antal andelsrätter, vilka aldrig löses in utan istället övergår mellan olika investerare på en andrahandsmarknad. Det rör sig alltså om en konstruktion närmast identisk med vårt svenska investmentbolag och som faller utanför uppsatsens innehåll. I vissa rättsordningar erkänns emellertid även fonder som är "closed-ended" såsom fonder som kan säljas till allmänheten i en reglerad miljö. "Open-ended" innebär att fondens förmögenhetsmassa är öppen och varierar i storlek allteftersom investerare tillkommer eller vice versa. När en viss mängd kapital investeras i fonden ökar fondförmögenheten i

²⁷ Noteras bör att regleringen på EG-nivå inte är uttömmande och att det därför finns nationella variationer även bland EG:s medlemsstater, vilket våra specialfonder är ett exempel på.

motsvarande mån och när en andelsägare vill frånträda fonden minskar fondförmögenheten motsvarande hans inestående andel. Detta är den form av konstruktion man i Sverige typiskt förknippar med fonder och likaså den ordning som gäller för fonder enligt UCITS-direktivet och LIF.

Öppna fondprodukter i aktuell bemärkelse återfinns världen över, men variationerna är stora avseende hur de rättsligt är strukturerade och upprättade. Ovan gjordes en distinktion mellan två typer av bestämmelser i regleringen av fondverksamhet, där bestämmelserna om fonders rättsliga struktur hänförde sig till den ena typen, medan bestämmelserna om fondernas förvaltning hänförde sig till den andra typen. Hur en fond rättsligt gestaltar sig är en fråga, vars svar går att finna bland bestämmelserna av första typen. I Sverige har vi valt en rättslig form där fonden byggs upp enligt en modell där inblandade parterna står i olika typer av avtalsrättsliga relationer till varandra. Detta utgör en metod att ge en rättslig miljö åt fondverksamhet vilken brukar benämnas som den kontraktsträttsliga modellen. En annan och kanske internationellt sett dominerande modell, är den så kallade associationsrättsliga modellen, enligt vilken fonden utgörs av ett bolag och fondspararna är delägare. Den associationsrättsliga, även kallad bolagsrättsliga, modellen har i flera avseenden likheter med ett svenskt investmentbolag. En fond med bolagskonstruktion motsvarar i princip ett svenskt aktiebolag, dock med ett rörligt aktiekapital. När man investerar i en associationsrättslig fond blir man delägare i associationen, vilken enligt huvudregeln utgör ett eget juridiskt subjekt. En associationsrättslig fond kan vidare ha intern förvaltning i det avseende att förvaltningskompetens kan anställas i associationen.

Vad gäller den kontraktsträttsliga modellen kan konstateras att den anses ha sitt ursprung i den brittiska lagstiftningen rörande "unit trusts". Trustlagstiftningen bygger på att man anförtror en "trustee" med en förmögenhetsmassa som denne har i uppgift att förvalta. Än idag förekommer både i Storbritannien och i USA fonder upprättade som unit trusts, även om denna typ av fond numer ur popularitetshänseende fått ge vika för associationsrättsliga fonder. Dagens kontraktsträttsliga modell, som får anses utgöra en egen form i förhållande till sin förlaga, är framförallt förhärskande i Norden där förutom Sverige, även Norge och Finland har lagstiftning som bygger på modellen. Betraktar man situationen i Europa förefaller kontraktsträttslig form vara ungefär lika vanligt förekommande som associationsrättslig. Globalt sett torde dock den associationsrättsliga formen vara i majoritet, eftersom den amerikanska fondmarknaden domineras av denna modell.

Den amerikanska motsvarigheten till svenska investeringsfonder är de så kallade "mutual funds". Fonder av typen "mutual funds" brukar mer korrekt hänvisas till som "open-ended investment companies" och dess reglering tar utgångspunkt i Investment Company Act. Investment Company Act reglerar kollektivt sparande på federal nivå och förutom mutual funds, omfattar lagen också "closed-end investment companies" samt "unit investment trusts". De båda senare finns översiktligt behandlade ovan, men angående unit investment trusts kan här konstateras att dessa kännetecknas av att de utgör en form av tidsbestämt kollektivt sparande som har en fastställt likvidationstidpunkt. Öppna fonder av typen mutual fund eller open-ended investment companies är, liksom benämningen antyder, enligt huvudregeln upprättade i bolagsform. Det finns visserligen en möjlighet att upprätta en öppen fond av aktuellt slag som en form av trust, men detta utgör snarare ett undantagsfall.²⁸ De bolagsbaserade fonderna är upprättade enligt ordinär bolagsreglering och i grunden ligger typiskt sett en motsvarighet till ett svenskt aktiebolag. Liksom vad som gäller enligt UCITS-direktivet i Europa, måste dock fondförmögenheten placeras hos en oberoende förvaltare; "custodian". När investerare placerar kapital i fonden får dessa rättsligen ställning som aktieägare i bolaget och till skillnad från vad som gäller för ett svenskt aktiebolag har en amerikansk fond ett rörligt aktiekapital, vilket är en förutsättning för att fonden skall kunna betecknas som öppen.

Associationsrättsliga fonder återfinns förutom i USA även i exempelvis Luxemburg, där de bennämns "société d'investissement à capital variable" (SICAV), och i Storbritannien där de går under beteckningen "open-ended investment companies" (OIEC). Typiskt sett bygger regleringen av associationsrättsliga fonder på den befintliga aktiebolagslagstiftningen, men även andra lösningar existerar. I exempelvis Storbritannien bygger de associationsrättsliga fonderna på en särskild bolagsstruktur. Fonder kan även vara baserade på andra associationsformer, vilket är fallet i Danmark, där fonder är en typ av föreningar. Flera rättsordningar, däribland Luxemburg och Frankrike, erbjuder vidare båda typer av rättslig form. I Frankrike benämns fonder "organismes de placement collectif en valeurs mobilières" (OPCVM) och lagstiftningen erbjuder fyra olika scheman för upprättande av fonder. De olika typerna kännetecknas i första hand av skiftande placeringsmöjlighet och för var typ är det möjligt att välja rättslig form; "société d'investissement à capital variable" (SICAV) eller

²⁸ ICI, Mutual Fund Fact Book, s 116.

”fond commun de placement” (FCP).²⁹ Avseende Luxemburg kan konstateras att landet har en central position på den europeiska fondmarknaden och 2004 hänförde sig inte mindre än en fjärdedel av den totala förmögenheten investerad i UCITS-fonder till fonder upprättade i Luxemburg.³⁰ Ett annat tongivande land som öppnar upp för båda typer av rättslig form är Tyskland, där ny liberal fondlagstiftning trädde i kraft 2004.

Utbudet av öppna fondprodukter är globalt sett förhållandevis homogent. Vanligtvis förekommer någon form av konsumentinriktad fondprodukt, liksom UCITS-fonderna eller de amerikanska mutual funds. I både Europa och USA har den konsumentinriktade fondprodukten dominerande ställning i förhållande till övriga fondalternativ, både sett till mängd investerat kapital och antalet registrerade fonder. Därutöver förekommer typiskt sett någon form av fondprodukt som inte är lika konsumentanpassad och i första hand riktar sig mot kvalificerade investerare. I Europa finns ingen harmoniserad reglering i detta avseende varför fonder av detta slag är av nationell typ. Fonder som endast riktar sig mot kvalificerade investerare förekommer bland annat i den franska och tyska fondregleringen. Andra stater, såsom Finland undantar helt fonder som riktar sig till professionella investerare från lagstiftningens tillämpning.

Globalt sett förefaller utbudet av fondprodukter vara tämligen homogent, samtidigt som det ur aspekten formell rättslig struktur föreligger betydande variationer. I fråga om val av rättslig struktur kan urskiljas två huvudtyper; kontraktsrättslig och associationsrättslig. Formellt sett vilar de båda på skilda grunder, men i praktiken kan dock flera likheter identifieras mellan de båda. Exempelvis har flertalet associationsrättsligt upprättade fonder extern förvaltning. Likaså uppställer flertalet rättsordningar, framförallt i Europa, krav om oberoende förvaring av fondförmögenheten oavsett val av kategori. I praktiken kan således även en associationsrättslig fond anses bestå av ett trepartsförhållande och i sådana fall är det endast fondförmögenhetens rättsliga ställning som egentligen skiljer de två formerna åt.

Valet av rättslig struktur för fondverksamhet kan alltså i flera avseenden betraktas som en lagteknisk fråga utan reell praktisk betydelse. Detta val tenderar dock att få betydelse för andelsägarnas möjlighet till inflytande.³¹ Eftersom de associationsrättsliga fonderna oftast

²⁹ Simmons & Simmons, Hedge funds in France: new developments, s 1 ff.

³⁰ Se rapport av EFAMA, Quarterly Statistical Release N°20, s 5.

³¹ SOU 2002:56, s 197.

vilar på ordinär aktiebolagsreglering, tenderar dessa att försäkra andelsägarna större möjligheter att utöva inflytande. En aktiebolagsrättslig grundprincip är just att aktieägarna skall ges sista ordet vad gäller bolagets angelägenheter. Den så kallade trustregleringen som legat till grund för kontraktsrättslig modell vilar snarare på en grundprincip där en trustee får i uppgift att förvalta en förmögenhet under stiftelseliknande former.³² Enligt trustregleringen ges vidare förvaltaren full äganderätt till fondförmögenheten. De båda rättsliga modellerna vilar således på helt skilda grundvalar, ett faktum som framförallt är relevant för andelsägarnas möjlighet inflytande. I associationsrättsliga fonder får andelsägarna ställning som aktieägare och åtnjuter därmed typiskt sett de befogenheter som följer av denna roll, medan andelsägarna i de kontraktsrättsliga fonderna generellt har en sämre ställning gentemot förvaltaren. Det finns emellertid kontraktsrättsliga regleringar där andelsägarna har jämförelsevis större möjlighet till inflytande, vilket bland annat Finland och Norge är exempel på.

2.10 Sammanfattning

LIF genomsyras av fondregleringens ändamål. Framförallt gäller detta kategorin värdepappersfonder, vilken karaktäriseras av de konsumentskyddande investeringsbestämmelserna bestående av bland annat krav på riskspridning och förbud mot vissa typer av investeringar. Samma funktion har de omfattande informationskraven samt de grundläggande kraven på öppenhet. Kategorin specialfonder däremot syftar till att skapa ett flexibelt utbud av fondprodukter utan att tumma på lagstiftningens ändamål genom att möjliggöra enskilda undantag från regleringen av värdepappersfonder. De höga krav som LIF uppställer på fondverksamhet förefaller i många fall betungande, men sammantaget kan kraven sannolikt bidra till en positiv nettoeffekt. Genom att ställa höga krav på utövandet av fondverksamhet skapar nämligen lagstiftaren en lägsta standard vilken främjar allmänhetens förtroende och ökar tillströmningen av kapital till fonderna.

³² Olinder, Associationsformens roll för rättighetsfördelningen i fondverksamhet – en komparativ studie av Sverige och England, s 6.

3 Om hedgefonder

3.1 Vad är en hedgefond?

Hedgefond är en "svengelsk" produkt av engelskans "hedge fund" och torde i princip kunna tillskrivas samma innebörd som sin engelska namne. Det engelska begreppet består av två ord där "hedge" enskilt hänvisar till en form av hägn och utgör ett bildligt uttryck använt inom finansvärlden för att referera till ett särskilt beteende. Genom att hägna in sin investeringsposition skyddar man sig nämligen mot eventuella förluster. "Hedge" hänvisar således till ett slags säkerhetsbeteende där man försöker begränsa eventuell förlust som en investeringsposition kan medföra genom att inta en förknippad ytterligare position. Vad "fund" har för självständig betydelse finns ovan behandlat. Tillsammans torde således de båda avse en fond som iakttar ett slags säkerhetstänkande och tillämpar en placeringsstrategi där man försöker skydda sig mot förluster, vilket får anses utgöra den rent språkliga betydelsen av begreppet hedgefond. Som framgår nedan överensstämmer emellertid inte denna betydelse till fullo med den verkligt vedertagna.

3.1.1 Den första hedgefonden

Det är en allmän uppfattning att den första hedgefonden skapades av en man vid namn Alfred Winslow Jones, född i Australien, men i huvudsak verkande i USA. Efter att ha skrivit en journalistisk artikel om kapitalförvaltningsindustrin 1949, blev han övertygad om att han kunde konstruera en bättre investeringsmodell än de redan befintliga. Han startade då en fond, strukturerad som ett personbolag, vilken sedermera kom att anses som den första hedgefonden. Fonden var konstruerad på så vis att den undvek stora delar av den finansiella lagstiftning som förelåg vid den tiden, i syfte att uppnå mesta möjliga flexibilitet ur placeringshänseende. Fonden var ur investeringssynpunkt uppbyggd på en uttänkt strategi som i huvudsak gick ut på att investera i aktier som bedömdes stiga i värde jämfört med marknaden och "blanka"³³ sådana aktier som tvärtom förväntades falla.³⁴ För att öka marginalerna användes belåning. Tack vare sin genomtänkta placeringsstrategi lyckades Jones kombinera investeringsformer, som självständigt ansågs riskfyllda och spekulativa, till en slutgiltig investeringsprodukt som gav jämn och förutsägbar avkastning. Han hade skapat en

³³ Med blankning menas att man säljer ett värdepapper som man inte äger. Detta gör man för att man inte tror på värdepappret. Oftast lånar man in värdepappret innan man säljer det (äkt blankning). Man är då skyldig att lämna tillbaka värdepappret vid en senare tidpunkt. För detta betalar man en ersättning. Om värdepappret sjunker i värde kan man köpa tillbaka det till ett lägre pris och därefter återbörda det.

³⁴ Lhabitant, Hedge funds – Myths and Limits, s 7.

hedgefond i ordets språkliga bemärkelse. För att attrahera kapital tillämpade Jones en resultatbaserad förvaltningsavgift, vilket också var förhållandevis innovativt. Likaså valde han att placera hela sin egen förmögenhet i fonden för att öka dess trovärdighet och attrahera kapital. Fonden klarade sig mycket bra och blev en förebild för många, men för den stora massan förblev den relativt okänd eftersom Jones lyckats kringgå de flesta föreliggande regler om informationsplikt och förvaltade fonden nästan helt i det fördolda.

3.1.2 Dagens hedgefonder

Det finns idag ingen globalt vedertagen definition av begreppet hedgefond, men utan tvekan har begreppets innebörd förändrats sedan Alfred Jones skapade sin fond. Enligt utgångspunkt är hedgefonder en öppen fondprodukt som kan ses som en liberal variant av investeringsfonder i internationell bemärkelse. Utöver detta faktum finns det flera olika förslag om definition av begreppet hedgefond representerade i den allmänna diskursen.

Fonder kan definieras utifrån flera olika aspekter, men i huvudsak står tre olika alternativ tillbuds. Till att börja med kan man utgå från rättslig struktur och form, det vill säga hur fonden rättsligt är upprättad. Ett annat alternativ är att utgå från förvaltningskaraktär och hur fonden får agera. Slutligen är det även möjligt att utgå från investeringsstrategi och hur slutgiltig fondprodukt visar sig i investerarens ögon.

Trots att begreppet hedgefond saknar vedertagen definition existerar det alltså ett par karaktäristika som kännetecknar flertalet av de fonder som bedöms vara hedgefonder.³⁵ Sådana fonder har typiskt sett i flera avseenden en aktiv och flexibel förvaltning. Detta innebär att det föreligger få begränsningar vad gäller placeringsstrategi och placeringstillgång, betraktat såväl utifrån lagstiftning som avtalade fondbestämmelser. Vidare investerar man ofta i avancerade finansiella instrument såsom olika typer av derivat samt andra placeringstillgångar som endast handlas ”over the counter” (OTC)³⁶, vilka generellt sett har en hög risknivå. Aktiv förvaltning och flexibilitet vad gäller val och byte av placeringsstrategi är också kännetecknande. Signifikativt är vidare att fonden har en hög omsättning på fondförmögenheten och som övergripande mål att eftersträva *absolut avkastning*³⁷. Kännetecknande är framförallt också användandet av belåning för att skapa hävstångseffekter.

³⁵ Financial Services Authority (FSA), Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, s 10.

³⁶ Begreppet ”Over the Counter” avser handel som inte bedrivs på organiserad marknad.

³⁷ *Absolut avkastning* innebär skapande av positiv avkastning oavsett marknadens utveckling.

I syfte att skapa trovärdighet för fondens strategi är det vidare brukligt att förvaltarna själva investerar i fonden. Detta skapar samtidigt ett incitament för förvaltaren att sköta förvaltningen efter bästa förmåga. Liknande effekter har användandet av en resultatbaserad förvaltningsavgift, vilket också är utmärkande. Arvodet för förvaltning utgår i regel enligt en tvådelad modell där både resultat och fondförmögenhet avgör storlek. Slutligen uppställer dessutom flera av dessa fonder krav om hög minimiinvestering från respektive investerare.

Listan över typiska egenskaper kan göras längre och är i sig inget precisionsinstrument, men en fond som uppfyller merparten av ovan redogjorda kriterier torde allmänt sett vara att betrakta som en hedgefond. Ovan behandlade egenskaper relaterar samtliga mer eller mindre till fondens förvaltning och dess utförande. Det kan således konstateras att förvaltningens utförande utgör en gemensam nämnare för de fonder som bedöms vara hedgefonder. Ingen av ovan angivna utmärkande egenskaper har att göra med fondens rättsliga struktur, och det går heller inte att finna någon gemensam nämnare i detta avseende. Som bekant är variationerna vad gäller investeringsfonders rättsliga struktur stora världen över. För hedgefonder är variationen ännu större eftersom det inte alltid är nödvändigt att upprätta en hedgefond under en näringsrättslig reglering. Hedgefonder kan vara organiserade som aktiebolag, som handelsbolag eller bygga på ett kontrakt mellan investeraren och förvaltaren. Av denna anledning förefaller det därför naturligt att det inte är möjligt att tillskriva begreppet hedgefond någon definition relaterad till rättslig struktur.

Inte heller förefaller fondproduktens faktiska gestaltande vara avgörande, vilket benämningen hedgefond närmast antyder. För att återknyta till den fond som Alfred Jones skapade kan konstateras att flertalet av de egenskaper som ovan uppräknats också kännetecknade denna. Samtidigt är det i flera avseenden fel att sätta likhetstecken mellan den fond Alfred Jones skapade och dagens hedgefonder. Vad Alfred Jones gjorde var att kombinera olika investeringsstrategier med hög risk, vilket resulterade i en fondprodukt med låg risk. Idag finns hedgefonder som utnyttjar de ekonomiska mekanismerna för att prestera en avkastning till låg risk, men det finns också hedgefonder som kombinerar olika riskabla investeringsstrategier och producerar en minst lika riskabel slutprodukt. Dagens hedgefonder uppvisar helt enkelt mycket stora variationer vad gäller investeringsstrategi och riskprofil. Variationerna har vidare givit anledning till indelning av hedgefonderna i grupper utifrån val av investeringsstrategi. Det federala tillsynsorganet i USA, Securities Exchange Commission

(SEC), har i detta syfte identifierat tre grupper av hedgefonder.³⁸ Den första gruppen utgörs av fonder som exploaterar marknadstrender i olika former av tillgångar. Nästa grupp består av sådana fonder som tillämpar en händelsedriven strategi, vilket i princip innebär att de försöker spekulera i specifika händelser såsom uppköp och konkurser. Den tredje gruppen består av fonder som exploaterar diskrepanser i prissättning av olika relaterade finansiella instrument. Till respektive grupp har man vidare identifierat olika undergrupper. Oavsett om eller hur man väljer att kategorisera förekommande hedgefonder är det uppenbart att variationerna sinsemellan är stora. Man skall även ha klart för sig att det är en mycket liten del av hedgefonderna som ger upphov till den negativa press som förekommer om hedgefonder. Framförallt är det fonder som tillämpar händelsedriven strategi som står omskrivna.³⁹

I förarbetena till LIF utreddes frågan om hedgefonder särskilt och här valde man att identifiera hedgefonder som ”...en heterogen grupp fonder som har som målsättning att skapa ett positivt resultat oavsett marknadens allmänna utveckling”.⁴⁰ Övriga här behandlade karaktäristika valde man att inte ta ställning till i vidare mån än att man konstaterade att det krävs liberala placeringsbestämmelser för att uppnå angiven målsättning. När man på EG-nivå övervägt implikationerna som hedgefonder medför har man just med anledning av den oklara och ibland missvisande benämningen istället valt att hänvisa till fonder av denna typ som ”sophisticated alternative investment vehicles” (SAIV:s).⁴¹ Man har således sorterat in hedgefonderna som sofistikerade alternativa investeringsinstitut, vilka i första hand torde kännetecknas av att de avviker från UCITS-fonderna.

Sammantaget är det tydligt att dagens hedgefonder utgör en heterogen grupp fonder om man betraktar investeringsstrategi och slutgiltig fondprodukt. Ur aspekten rättslig struktur går det heller inte att finna någon större enhetlighet bland de fonder som idag benämns hedgefonder. Det är alltså i första hand förvaltningen och dess utförande som utgör gemensam nämnare för de fonder som typiskt sett bedöms vara hedgefonder. Samtidigt torde det alltså vara omöjligt att finna några klara gränser för begreppets innebörd. Snarare kan begreppet anses syfta på en ”medelpunkt”, varifrån variationer kan förekomma.

³⁸ SEC, Implications of the Growth of Hedge Funds, s 35.

³⁹ Jfr Dagens Industri, s 4, 2005-10-17.

⁴⁰ Prop 2002/03:153, s 243.

⁴¹ European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives (2003/2082 (INI)).

När termen hedgefond används i aktuell framställning görs detta i en vid bemärkelse. Ytterst avses en fond som innehåller ovan beskrivna karaktäristika, vilket emellertid inte hindrar att även fonder som på något sätt avviker från den antagna utgångspunkten kan åsyftas. I vissa avseenden hade det sannolikt varit rättvisande att ansluta sig till den terminologi man valt inom EU, eftersom detta sannolikt är den mest adekvata terminologin. Av framställningsskäl görs inte så, då till trots hedgefond är ett allmänt förekommande begrepp.

3.2 Varför tillåta hedgefonder?

Man skulle kunna fråga sig vad det finns för anledning att överhuvudtaget tillåta hedgefonder. Med tanke på all negativ publicitet hedgefonder får och den risk de trots allt innebär, kan det förefalla ogynnsamt för samhället att tillåta hedgefonder. Detta är dock sannolikt ett felaktigt antagande eftersom hedgefonder de facto anses medföra flera positiva ekonomiska effekter. För det första anses de medverka till den finansiella marknadens effektivitet och på så vis beivra allokering förluster. Hedgefonder anses vidare spela en viktig roll som allokerare och spridare av olika former av finansiella risker, vilket bland annat kan gynna andra ekonomiska sektorer. Eftersom de typiskt sett intar en aktiv roll på marknaden, bidrar hedgefonderna även till marknadens likviditet. Förutom de nämnda marknadseffekterna, bidrar slutligen hedgefonderna också med en unikt diversifierad portfölj som svårigen kan replikeras på annat håll.⁴²

Att ovanstående fördelar uppenbart överstiger hedgefondernas negativa sidor är inte givet, men det finns ytterligare en faktor som spelar in; den globala konkurrensen om kapital. I dagens värld råder en regleringskonkurrens där lagstiftarna konkurrerar om arbetskraft och kapital. Att inte tillåta hedgefonder när grannlandet gör det torde knappast ha positiv inverkan på nationella riskkapitalstrukturer och valutaflöden.

3.3 Syfte med reglering

Det finns två typer av regelverk som kan komma ifråga för hedgefonder. För det första behöver alla hedgefonder någon form av organisatorisk reglering. Det kan vara aktiebolagsregleringen eller den allmänna civilrätten. Syftet är framförallt att reglera rättsförhållandet mellan investerarna och förvaltaren. För det andra kan det finnas skäl att inordna hedgefonder även under den näringsrättsliga regleringen med en vidhängande tillsyn.

⁴² SEC, Implications of the Growth of Hedge Funds, s 4 ff.

Syftet med den näringsrättsliga regleringen är, som ovan redovisats, framförallt att skapa ett skydd för konsumenter och bidra till en stabil finansiell marknad.⁴³ Regleringen av fondverksamhet, vilken utgör del av övergripande finansiell lagstiftning, anses specifikt i första hand motiveras av behovet att skydda konsumenter. Detta gäller emellertid framförallt ordinära sparfonder, eftersom dessa riktar sig mot konsumenter och ses som just en sparform. Vad gäller hedgefonder är situationen i många fall något annorlunda, då hedgefonderna typiskt sett inte riktar sig mot konsumenter och kanske inte kan karaktäriseras som en sparform, utan mer som ett investeringsalternativ. Detta återspeglas exempelvis i den amerikanska lagstiftningen där hedgefonder inte får rikta sig mot allmänheten, just på grund av att deras förvaltning inte överensstämmer med konsumentskyddande krav.

I de fall hedgefonder inte riktar sig mot konsumenter kan knappast regleringen av hedgefonder anses motiverad av konsumentskyddet. I sådana fall torde fokus istället ligga på att skapa ett regelverk för infrastrukturen, dvs. rättsförhållandet mellan de olika aktörerna. Det går även att argumentera för att det även finns ett behov av att förhindra av systemrisker⁴⁴ och säkerställa en stabil finansiell marknad. Att hedgefonder de facto kan orsaka systemkriser torde LTCM ha bevisat.⁴⁵ Visserligen utlöstes aldrig någon kris eftersom amerikanska centralbanken kom till undsättning, men det var ytterst nära. En sådan kris hade per definition drabbat även konsumenter då det finansiella systemet hade skadats. På så vis kan konsumentskyddet anses utgöra en komponent även i systemskyddet, om än indirekt.

Erbjuds konsumenter hedgefonder, torde konsumentskyddet däremot ha direkt relevans. Den riskbild som konsumenter utsätts för vid investering i hedgefonder, torde dock inte överensstämma med den som gäller vid investering i ordinära sparfonder såsom UCITS-fonder. Ordinära sparfonder är i stor utsträckning styrda av marknadens konjunkturer och svängningar, varför investeraren i första hand utsätts för en form av marknadsrisk vid investering i sådan fond. En hedgefond däremot har som mål att skapa en oberoende ställning i förhållande till marknadens svängningar och hedgefondens värdeutveckling beror oftare av förvaltarens kunskap, strategi och skicklighet än marknadens positiva utveckling. Givetvis är också hedgefonderna beroende av marknadens krafter, men inte i samma utsträckning. Hedgefonder anses således ha en annan riskstruktur, vilken är mycket svår att utvärdera och

⁴³ Jfr Lhabitant, Hedge funds – Myths and Limits, s 23.

⁴⁴ Risken att en störning i en del av det finansiella systemet fortplantar sig och hotar hela systemets grundläggande funktion. Förebyggandet av systemrisker brukar övergripande benämnas systemskydd.

⁴⁵ Se avsnitt "1.1 Introduktion".

förstå.⁴⁶ Sammanfattningsvis kan således konstateras att de som investerar i en hedgefond i första hand utsätts för en typ av operativ risk förknippad med förvaltningens utförande.

3.4 Hedgefonder internationellt

Hedgefond har med tiden blivit ett välkänt begrepp i finanskretsar och existerar idag världen över. Många gånger finns hedgefonderna ”off shore”⁴⁷, dvs. utanför den näringsrättsliga regleringen och utanför reglerad tillsyn samt ofta (men inte alltid) i en jurisdiktion med förmånliga skatteregler. Utvecklingen går emellertid mot att fler och fler hedgefonder bildas ”on shore” dvs. inom en näringsrättslig miljö och under tillsyn. Inledningsvis bör åter uppmärksammas att framställningen avser fonder som erbjuds allmänheten eller åtminstone en vidare krets. Är situationen annorlunda faller fonden typiskt sett utanför det näringsrättsliga regelverket.

Hedgefonder är typiskt sett upprättade enligt samma rättsliga grundstruktur som gäller för andra investeringsfonder i internationell bemärkelse. Vad som skiljer hedgefonder från andra sådana fonder är framförallt befogenheterna ur förvaltningshänseende. Reglering av fondförvaltning förekommer som bekant i samtliga stater med en avancerad rättsordning. Det är också vanligtvis i regelverket kring fonders förvaltning som fondlagstiftningens konsumentskyddande karaktär är allra mest påtaglig. Hedgefonderna har historiskt sett däremot tenderat vara mer eller mindre oreglerade ur förvaltningssynpunkt. Just friheten från förvaltningsrestriktioner utgör ett karaktärsdrag för hedgefonder. Principen har därför varit, och är delvis fortfarande, att hedgefonder framförallt existerar i sådana rättsordningar där de kan undgå förvaltningsreglering.

Utgångspunkten är att hedgefonderna agerar utanför den näringsrättsliga miljön och främst riktar sig till kapitalstarka och professionella investerare. Att hedgefonder tillåts agera utanför den näringsrättsliga regleringen är i de flesta fall resultat av medvetna överväganden från lagstiftarens sida, motiverade av en vilja att möjliggöra en mångfacetterad finansiell marknad. En sätt kan exempelvis vara att kräva ett minimikrav på investerat kapital från respektive investerare. Genom att upprätta dylika barriärer kan man möjliggöra för undantag utan att förfela lagstiftningens ändamål, såsom konsumentskyddet. I flertalet rättsordningar är därför hedgefonder en typ av finansiellt instrument som i flera avseenden tillåts agera utan direkt

⁴⁶ Prop 2002/03:153, s 244.

⁴⁷ Hädanefter tillämpas benämningen ”offshore”.

kontroll och begränsning från det offentliga sida. Givetvis figurerar de inte i fullkomlig laglöshet, eftersom de trots allt interagerar på olika reglerade marknader och därmed träffas indirekt av annan konsumentskyddande finanslagstiftning.

Ovanstående beskrivning är mycket schematisk, men kan åtminstone ses som en adekvat beskrivning av hedgefondernas rättsliga miljö historiskt sett. För närvarande sker emellertid en närmast global revision av regleringen rörande hedgefonder med övergripande tendens att begränsa hedgefonders friheter oavsett om fonderna faller inom eller utom den näringsrättsliga regleringen. Ett exempel på en rättsordning där beskriven ordning råder, men som samtidigt delvis är under förändring, är den amerikanska. Den amerikanska regleringen av fondverksamhet består av ett lapptäcke av olika rättsakter.⁴⁸ Hedgefonderna undviker näringsrättslig reglering och tillsyn vad gäller förvaltning och placeringsmöjligheter genom att utnyttja avsiktligt tillgängliga undantagsmöjligheter. I de fall man avser att kringgå den näringsrättsliga regleringen blir följden att möjligheterna för marknadsföring och försäljning inskränks. I huvudsak finns två möjliga tillvägagångssätt för att undgå reglering; antingen tillåts fonden endast vända sig mot en mindre krets investerare eller så tillåts fonden endast rikta sig mot särskilda kapitalstarka investerare.⁴⁹ Hedgefonderna i USA har genom att agera enligt beskriven ordning länge kunnat agera utan offentlig tillsyn, men på senare tid har opinionen för reglering av hedgefonderna vuxit sig allt starkare. Därför har man från federalt håll i USA alldeles nyligen ändrat regelverket kring hedgefonderna, med följden att flertalet hedgefonder nu omfattas av ett obligatoriskt registreringskrav. Åtgärden kan tyckas marginell, men är samtidigt ett tydligt steg i riktning mot ökad reglering.

I Europa är hedgefonder en relativt ny företeelse, åtminstone inom den näringsrättsliga regleringen, vilket återspeglas i både förekomsten av fondprodukter och fondregleringen. Först och främst kan konstateras att hedgefonder inte anses omfattas av de UCITS-direktiv som harmoniserar stora delar av fondverksamheten i Europa. De förvaltningskaraktäristika som hedgefonder kännetecknas av inryms inte under de förhållandevis strikta förvaltningsregler som följer av UCITS-direktivet. Det finns således ingen paneuropeisk reglering av hedgefonder, även om diskussion om sådan förs.⁵⁰ Istället är hedgefonder en nationell angelägenhet och hanteringen av hedgefonder varierar avsevärt stater emellan. De

⁴⁸ Investment Company Act 1950 of 1940 utgör en form av stomme i regelverket.

⁴⁹ SEC, Implications of the Growth of Hedge Funds, s 11 ff.

⁵⁰ Jfr European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives (2003/2082 (INI)).

europiska rättsordningarna, med undantag för Storbritannien, är typiskt sett förhållandevis konservativa, men inte desto mindre har makthavarna på senare tid uppmärksammat att hedgefonder utgör ett positivt inslag på riskkapitalmarknaden och insett att inhemsk förekomst kan vara fördelaktig. Därför tenderar man idag öppna upp för hedgefonder ”on shore” i allt fler stater. Sådan utveckling sker bland annat i Luxemburg och Italien.⁵¹ Även i Tyskland har man antagit en mer liberal ansats och tillåter sedan lagändringen 2004 marknadsföring av både inhemska och utländska hedgefonder. Före lagändringen var hedgefonder i princip förbjudna i Tyskland, men nu har man anpassat sig till den globala utvecklingen och tillåter hedgefonder enligt såväl associationsrättslig modell, som i kontraktsrättslig form.⁵² Ett annat land som nyligen reviderat sin fondlagstiftning är Frankrike, där det numer står fyra olika typer av fondalternativ tillbuds. Kategoriseringen är i princip gjord efter investeringsbefogenhet och den mest liberala typen saknar helt restriktioner vad gäller investeringsval. För att få investera i en fond av denna typ krävs dock antingen en hög minimiinsats, eller att man är någon form av kvalificerad investerare. Således är det möjligt att upprätta en hedgefond i Frankrike, men däremot tillåts fortfarande inte marknadsföring av offshorefonder inom landet.⁵³ Ett form av europeiskt centrum för verksamhet relaterad till hedgefonder återfinns i dagsläget i London, där framförallt förvaltning av ett stort antal fonder sker.⁵⁴ I Storbritannien är hedgefonder tillåtna och har så varit sedan en längre tid. En hedgefond kategoriseras där som ”unregulated collective investment scheme” (CIS), vilket i princip medför att den svårligen kan marknadsföras mot allmänheten.⁵⁵

Flertalet hedgefonder är upprättade i olika skatteparadis, som exempelvis Brittiska Jungfruöarna eller Nederländska Antillerna.⁵⁶ Här befinner sig hedgefonderna typiskt sett i en liberal rättslig miljö och ges stora friheter. Den huvudsakliga andledningen till att man väljer att placera en hedgefond offshore i ett skatteparadis är de skattefördelar som en sådan placering ger. Vanligtvis befinner sig fonden och dess tillgångar rättsligt offshore, medan faktisk förvaltning sker på annan ort, ofta närmare potentiella investerare. Många av de hedgefonder som förvaltas i Europa är placerade offshore i skatteparadis, vilket är resultatet av en ogynnsam skattesituation. I USA är situationen liknande, fast inte i lika hög grad,

⁵¹ PWC, The regulation and distribution of hedge funds in Europe - Changes and challenges, s 3.

⁵² MCDermott, Will & Emery , International news, s 17.

⁵³ Simmons & Simmons, Hedge funds in France: new developments, s 1 ff.

⁵⁴ Ibid, s 2.

⁵⁵ FSA, Hedge funds and the FSA, s 14.

⁵⁶ SEC, Implications of the Growth of Hedge Funds, s 10.

eftersom det finns större möjligheter att placera hedgefonder offshore på amerikansk mark. Det bör noteras att placeringen av hedgefonder i skatteparadis allmänt sett anses vara ett problem; dels då offshorefonder tillåts agera utan tillsyn, dels då övriga avancerade rättsordningar går miste om skatteintäkter.

3.5 Sammanfattning

Hedgefond är ett svårbemästrat begrepp som kräver ett visst mått av grundläggande kunskap för att kunna tjäna som informationsbärare. Vid bedömning av en hedgefond är det framförallt två faktorer som är lämpliga att ta avsteg ifrån; dels bör man ha klart för sig vad det är för strategi som fonden tillämpar och dels bör man känna till vad det är för rättslig grund som fonden vilar på.

Variationerna vad gäller strategi kan, som ovan framgått, vara stora och en ytterlighet utgörs av de hedgefonder som faktiskt tillämpar en säkerhetsbaserad strategi i begreppets rätta bemärkelse. Denna typ av fonder grundar typiskt sett sina investeringsbeslut på en sofistikerad strategi och skapar en skyddad position genom att investera i förknippade finansiella instrument. Oftast har man som uttalad målsättning att skapa positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Mot detta står sedan å andra sidan de händelsedrivna hedgefonderna, vilka spekulerar i framtida händelser och inte alls tillämpar samma skyddstänkande. En händelsedrivna hedgefond kan exempelvis tänkas investera i en aktie man tror kommer att bli föremål för ett offentligt uppköpsanbud eller liknande. Man spekulerar helt enkelt i ett för marknaden okänt förhållande och kan på så vis generera stora vinster, men även stora förluster.

Nästa faktor man måste ha kunskap om för att kunna bedöma en hedgefond är vad fonden har för rättslig grund. I första hand kan man tänka sig en fond som är upprättad under reglerade former i enlighet med en befintlig fondreglering. I till exempel Sverige kan man enligt LIF upprätta hedgefonder, vilket då sker under kontrollerade former i enlighet med lagstiftningens begränsningar. Den hedgefond som upprättas blir i praktiken förhållandevis lik en ordinär UCITS-fond och står under offentlig övervakning i motsvarande mån. Mot detta står de så kallade offshorebaserade fonderna. Karaktäriserande för offshorebaserade fonder är att dessa agerar i en form av laglöshet, utan begränsningar från näringsrättslig reglering och utan tillsyn. Med termen offshore åsyftas framförallt fonder upprättade i mindre kvalificerade rättsordningar utan begränsande fondreglering. I en sådan ordning tillåts fonden agera helt

efter egen vilja utan inhemsk offentlig övervakning. Även fonder upprättade i kvalificerade rättsordningar kan ibland anses vara offshorebaserade, vilket är fallet om fonden tillåts verka utanför ramarna för den inhemska fondregleringen. I exempelvis USA kan hedgefonder under vissa förutsättningar närmast helt undgå att omfattas av reglering.

De ovan nämnda faktorerna är särskilt lämpliga att ha i åtanke när man studerar förekommande nyhetsflöde om hedgefonder. Inte sällan förekommer negativ press där hedgefonder utpekas som syndabockar. I dessa fall rapporteras vanligen om hedgefonder som tillämpar en händelsedrivna strategi.⁵⁷ Likväl skrivs det ofta om hedgefondernas storlek förmögenhetsmässigt och riskerna som är förknippade med detta. Här bör noteras att det framförallt är utländska offshorebaserade fonder som förvaltar stora förmögenheter. Exempelvis är de svenska reglerade fonderna ännu förhållandevis små ur förmögenhetssynpunkt.

Det är tydligt att det kan vara stora skillnader mellan olika typer av hedgefonder. Ställer man en offshorebaserad hedgefond med händelsedrivna strategi mot en svensk hedgefond med en investeringsstrategi i begreppets rätta bemärkelse, finner man att de uppvisar helt olika riskstruktur och finansiell funktion. På sätt och vis är detta en ganska olycklig situation eftersom termen hedgefond tenderar bli aningen urvattnad som informationsbärare. Att endast beskriva en fond som hedgefond ger visserligen information om fondens befogenheter ur förvaltningssynpunkt, men säger inget om hur dessa befogenheter utnyttjas. Inte heller förmedlas information om fondens rättsliga miljö och dess konsumentskydd.

⁵⁷ Jfr Dagens Industri, s 4, 2005-10-17.

4 LIF och hedgefonder

Med utgångspunkt i föregående avdelning och den identifierade grupp fonder som kan benämnas hedgefonder, avser förevarande avdelning utreda den svenska regleringen vad gäller denna grupp fonder. I syfte att utvärdera den svenska regleringen görs en jämförelse med motsvarande reglering i övriga nordiska länder, med undantag för Island.

4.1 Sverige

I Sverige var hedgefonder enligt lagstiftarens informella definition möjliga att upprätta redan i den rättsliga struktur som lagen (1990:1114) om värdepappersfonder erbjöd. Hedgefonderna hänförde sig då till den icke-harmoniserade kategorin fonder som kallades nationella fonder. Det finns också ett stort antal hedgefonder under tillsyn i Sverige idag. Många riktar sig endast till penningstarka investerare, men några vänder sig också till småsparare och erbjuder t.o.m. månadssparande. Inför LIF utredde lagstiftaren huruvida jämförbar ordning skulle upprätthållas eller om regleringen av hedgefonder borde skärpas. I SOU 2002:56 kom ansvariga utredare fram till att hedgefonder endast borde få erbjudas allmänheten genom andra fonder, så kallade fondandelsfonder. Detta förslag befanns dock olämpligt senare i lagstiftningsprocessen och slopades. Istället valde man att upprätthålla rådande ordning i all väsentlighet.

Idag är hedgefonder möjliga att upprätta enligt LIF och räknas som en typ av specialfonder med allt vad detta rättsligen innebär. Det finns ingen särreglering av hedgefonder, motiverat av att detta med anledning av definitionsproblematiken sannolikt endast skulle leda till avgränsningsproblem.⁵⁸ I enlighet med vad som gäller för specialfonder, utgår hedgefondernas förvaltningsreglering från vad som gäller för värdepappersfonder. För att en specialfond rimligen skall kunna kalla sig hedgefond fordras således att Finansinspektionen medge undantag från lagens förvaltningsreglering.⁵⁹ Till skillnad från vad som gäller i exempelvis USA har man i Sverige inte fastställt krav som en fond måste uppfylla för att undslippa förvaltningsrestriktioner; istället har man överlämnat åt Finansinspektionen att handlägga sådana frågeställningar genom ett slags undantagsförfarande. I LIF finns heller ingen särreglering av fonder som riktar sig mot särskilda kapitalstarka placerare eller liknande, vilket typiskt sett blir resultatet av en sådan lösning som USA valt. Däremot är det

⁵⁸ Prop 2002/03:153, s 246.

⁵⁹ Se avsnitt "2.4.3 Specialfonder".

fullt möjligt att även i Sverige upprätta en hedgefond som har särskilda inträdeskrav vad gäller minimiinsats eller karaktär på investerare. Enda begränsningen är att sådana krav inte får ringa in en allt för snäv skara, då fonden alltså måste utgöra ett kollektivt instrument.⁶⁰ Vidare är det enligt LIF möjligt att begränsa in- och utträde till en hedgefond, vilket gäller under förutsättning att möjlighet till in- och utträde ges åtminstone en gång per år.⁶¹ Begränsning av in- och utträde utgör ingen avgörande egenskap för en hedgefond, men in- och utträdesreglering är till trots frekvent förekommande eftersom det medför att fonden inte behöver upprätthålla samma regelbundna likviditet.

De mest karaktäristiska egenskaperna hos en hedgefond är sannolikt kopplade till förvaltarens placeringsbefogenheter. Genom de ändringsdirektiv som antogs 2002 liberaliserades placeringsbestämmelserna för värdepappersfonder, med följden att LIF bland annat tillåter derivathandel i en större utsträckning. De regler som hedgefonderna måste undantas från har således liberaliserats, kanske t.o.m. i sådan utsträckning att det möjliggör upprättandet av hedgefonder inom ramen för UCITS-regleringen. Annars torde de nya bestämmelserna inte ha påverkat möjligheterna till att upprätta hedgefonder vilka redan tidigare kunnat medges undantag från de placeringsregler som gäller för värdepappersfonder. Utgångspunkten är att undantag kan medges från samtliga placeringsregler som gäller för värdepappersfonder enligt 5 kapitlet LIF.⁶² I teorin kan således en hedgefond ges full placeringsfrihet, med undantag för sådan egendom som ur handelssynpunkt väsensskilt skiljer sig från finansiella instrument.⁶³ En fond kan emellertid inte vara helt och hållet oreglerad i förvaltningshänseende, utan måste ha ramarna fastställda i fondbestämmelserna. Detta innebär att förvaltaren på förhand måste definiera vilka tillgångar fonden ska investera i och inom vilka ramar. Ett förslag på fondbestämmelser presenteras sedan för Finansinspektionen som beslutar om att godkänna fondbestämmelserna generellt och varje enskilt undantag specifikt. I mångt och mycket blir det en fråga om fondbestämmelserna går att uttyda (dvs. att utöva tillsyn över) och om fonden har en lämplig riskstruktur. Av fondbestämmelserna följer också tydligt på vilket sätt fonden avviker från vad som gäller för värdepappersfonder.

⁶⁰ Riktar man sig till en alltför snäv krets faller man utanför lagstiftningens tillämpningsområde, vilket ibland kan vara åtråvärt.

⁶¹ 6 kap 1 § LIF.

⁶² Prop 2002/03:150, s 323.

⁶³ Exempelvis råvaror eller fastigheter.

Vad respektive hedgefond behöver för undantag beror givetvis av valet av placeringsstrategi och karaktär. Typiskt sett krävs exempelvis undantag från bestämmelserna om belåning. Huvudregeln är att en investeringsfond endast får ta kortfristiga lån till ett värde motsvarande högst 10 procent av fondförmögenheten.⁶⁴ Detta kortfristiga lån får heller inte användas för placeringar utan är avsett för att underlätta utflöden ur fonden. Belåning är ofta en avgörande egenskap hos hedgefonder och används normalt i avsevärt högre utsträckning än aktuellt stadgande medger, varför undantag sannolikt är nödvändigt. Vidare är det sannolikt att en hedgefond vill kunna utföra blankning av värdepapper. Utgångspunkten i LIF är att blankning är tillåtet, även om det samtidigt råder osäkerhet huruvida UCITS-direktivet tillåter blankning eller inte. Finansinspektionen kräver att möjligheterna till blankning skrivs in i fondbestämmelserna.

I LIF förekommer begreppet riskspridning, vilket för värdepappersfonder är definierat genom angivande av kvantitativa bestämmelser i 5 kapitlet LIF. För specialfonder kan som bekant medges undantag från samtliga bestämmelser i det kapitlet, men sådana undantag får endast medges i den utsträckning fonden alltjämt upprätthåller *”...en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till de krav som bör uppställas på riskspridning”*.⁶⁵

För en hedgefond är flexibiliteten avgörande ur flera aspekter. Det fordras en flexibilitet avseende val av investeringstillgång, vilket i första hand är förknippat med 5 kapitlet LIF. Vidare kännetecknas flera hedgefonder av en dynamik avseende val av och byte av investeringsstrategi. Investeringsstrategi och förvaltningsbefogenheter i aktuell aspekt begränsas i första hand av fondbestämmelserna, alltså vad som avtalats mellan andelsägare och förvaltare. Fondbestämmelserna måste godkännas av Finansinspektionen, vilket sker om de är skäliga.⁶⁶ I praktiken är det möjligt att utforma fondbestämmelser som uppfyller såväl hedgefondernas krav på flexibilitet som skälighetskravet. Framförallt i amerikansk litteratur anges ofta rätten till diskretion och frihet från att lämna ut information offentligt som en avgörande egenskap hos hedgefonder. I praktiken torde dock sådan rätt ha marginell betydelse för hedgefondens faktiska funktion. Således bör inte heller det informationskrav som föreligger enligt LIF utgöra någon komplikation för drivandet av hedgefonder i Sverige.

⁶⁴ 5 kap 23 § LIF.

⁶⁵ 6 kap 2 § LIF.

⁶⁶ 4 kap 9 § LIF.

Vad gäller frågan om avkastningsrelaterade förvaltningsavgifter kan konstateras att denna överhuvudtaget inte finns behandlad i LIF. Av SOU 2002:104 framgår dock att lagen inte uppställer några begränsningar vad gäller uttagandet av avkastningsrelaterad avgift.⁶⁷ Ett fondbolag kan välja avgiftsstruktur efter eget tycke, men strukturen måste vara uttryckt i fondbestämmelserna och vara skälig.⁶⁸ LIF uppställer heller inga hinder mot att fondförvaltare investerar egen förmögenhet i fonder, vilket tillsammans med avkastningsrelaterad avgift bidrar till fondens trovärdighet och samtidigt skapar ett incitament för god förvaltning.

4.2 Norge

I Norge regleras fondverksamhet i lov om verdipapirfond (1981-06-12 nr 52). Lagen som ursprungligen trädde i kraft 1981 har under åren genomgått flera uppdateringar och i skrivandets stund pågår arbete med ytterligare en uppdatering, vilket ges anledning att återkomma till nedan. Lov om verdipapirfond kompletteras av sekundär reglering bestående av föreskrifter, vilka preciserar lagen där sådan möjlighet ges. Norge är som bekant inte medlem i EU, men på grund av EES-avtalet som föreligger mellan EU och EFTA, där Norge är medlem, utvidgas bland annat EG:s reglering om den inre marknaden till att gälla också EFTA-stater. Detta har till följd att Norge omfattas av UCITS-direktivet, vilket också har legat till grund för stora delar av lov om verdipapirfond. Lov om verdipapirfond föreskriver att fonder skall upprättas enligt kontraktsrättslig modell med tre inblandade parter; andelsägare, förvaltare och förvaringsinstitut. Lagstiftningen innehåller vidare ett generellt krav om att verksamheten måste bedrivas enligt ”god forretningsskikk”, vilket kan jämföras med sundhetskravet i LIF. Tillsyn över fondverksamheten utövas av Kredittilsynet, som motsvarar svenska Finansinspektionen.

I nuvarande ordning möjliggör lov om verdipapirfond två typer av fonder; ”UCITS-fond” och ”nasjonale fond”. Som benämningen antyder är UCITS-fonder i likhet med svenska värdepappersfonder harmoniserade till fullo i enlighet med UCITS-direktivet. Nasjonale fond är en motsvarighet till våra specialfonder eller, som de tidigare kallades, nationella fonder. I lov om verdipapirfond återfinns bestämmelserna om förvaltning i 4 kapitlet i likhet med den konstruktion man valt i Sverige kan undantag medges från dessa bestämmelser med följden att en nationell fond uppkommer. Undantag kan inte medges från samtliga bestämmelser i kapitlet, utan konstruktionen är sådan att det framgår av respektive lagrum huruvida undantag

⁶⁷ SOU 2002:104, s 93 f.

⁶⁸ 4 kap 8 och 9 §§ LIF.

är möjligt. Det är tillsynsmyndigheten, alltså Kredittilsynet, som beviljar undantag och möjligheterna till undantag är i huvudsak desamma som i Sverige. En betydande skillnad är dock värd att notera. Den norska lagstiftningen medger inte undantag från UCITS-regleringens förbud mot upptagande av lån.⁶⁹ Belåning av fondförmögenheten är ofta en avgörande egenskap hos sofistikerade investeringsstrategier och möjliggör bland annat blankning och skapandet av hävstångseffekter.

Det ovillkorliga låneförbudet begränsar möjligheterna att upprätta hedgefonder enligt lov om verdipapirfond. Utöver detta har Kredittilsynet deklarerat att fonder som vänder sig mot konsumenter inte får ta ut avkastningsrelaterad förvaltningsavgift.⁷⁰ Dessa fakta till trots, torde det alltså vara möjligt att upprätta hedgefonder i Norge. För det första torde det vara möjligt att driva en hedgefond utan såväl avkastningsrelaterad förvaltningsavgift som användandet av belåning. För det andra kan man i teorin upprätta hedgefonder vid sidan av lov om verdipapirfond, då enligt något alternativt regelverk såsom aktiebolagslagen.⁷¹ Av förarbetena framgår emellertid att sådan verksamhet inte får bedrivas i syfte att kringgå fondregleringen.⁷² Således finns i praktiken inga möjligheter att upprätta en fond som vänder sig mot allmänheten eller en vidare krets enligt ett alternativt regelverk, varför denna möjlighet fortsättningsvis bortses ifrån. Sammantaget kan konstateras att förutsättningarna för att driva hedgefonder i Norge är snäva. I linje med detta är utbudet av hedgefonder också ytterst begränsat. Vad som däremot förekommer i högre utsträckning är fonder som investerar i hedgefonder, alltså så kallade fondandelsfonder.

Av högsta intresse ur ett hedgefondsperspektiv är dock det uppdateringsarbete av lov om verdipapirfond som för närvarande pågår. Den 25 september 2003 gav nämligen norska finansdepartementet mandat till Kredittilsynet att utreda huruvida lov om verdipapirfond borde förändras så att den möjliggör för fondprodukter med högre risknivå samt om det i lagen borde införas en distinktion mellan professionella investerare och andra investerare.⁷³ Utredningen resulterade 2004 i ett förslag om ändring av lov om verdipapirfond, vilket sedan skickades ut på remiss. Förslaget har ännu inte resulterat i någon lagändring och det är

⁶⁹ Lov om verdipapirfond, 4-11 §.

⁷⁰ Kredittilsynet Rundskriv 11/2001.

⁷¹ Skogstad Aamo B (foredrag av kredittilsynsdirektør), Hedgefonds og finansielle derivater, muligheter og trusler for marked og investorer, s 9.

⁷² Kredittilsynet, Horingsnotat om spesialfond, s 28.

⁷³ Ibid, s 7.

fortfarande är under handläggning på finansdepartementet men är ändå intressant eftersom det sannolikt kommer att realiseras inom kort.

Själva kärnan i förslaget utgörs av införandet av en ny tredje fondkategori; ”spesialfond”.⁷⁴ Kategorin spesialfond föreslås bli en samlingskategori innehållande fondprodukter med hög risknivå. Utgångspunkten i förslaget är att spesialfonder i huvudsak undantas reglering vad gäller investeringsbegränsningar och blir en nationell icke-harmoniserad fondkategori. Eftersom spesialfonder nästan helt kommer att sakna konsumentskyddande investeringsbegränsningar föreslås att dessa endast skall kunna erbjudas professionella investerare. För att definiera vad som avses med professionella investerare tar Kredittillsynet inspiration från direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFiD-direktivet).⁷⁵ Som professionella investerare föreslås i första hand kreditinstitutioner, värdepappersföretag och liknade företag som står under offentlig tillsyn. I andra hand utpekas privata och offentliga företag med en viss minimistorlek som professionella investerare.⁷⁶ Vidare föreslås att Norges riksbank och liknande offentliga myndigheter samt andra institutionella investerare vars huvudverksamhet består i att investera i finansiella instrument att kategoriseras som professionella investerare. Slutligen kan ytterligare subjekt anses som professionella investerare efter begäran, vilket gäller förvaltare av spesialfond samt privatpersoner som har minst 5 miljoner norska kronor i likvida medel, kan fatta sina egna investeringsbeslut och förstår riskerna med att investera – värderat utifrån personens erfarenhet och insikt. För privatpersoner uppställs dessutom ett krav om initialinvestering på 500 000 norska kronor. Privatpersonerna måste även tillhandahållas särskild utökad information och underteckna ett separat dokument indikerande att undertecknad förstår följderna av investeringen.

Avseende val av placeringstillgång föreslås för spesialfonder få begränsningar. Liksom i Sverige är dock tillgångsslag som till sin karaktär väsentligt skiljer sig från finansiella instrument inte möjliga att investera i.⁷⁷ Spesialfonder ges vidare rätt att utföra blankningsaffärer samt möjlighet att upptaga lån i syfte att skapa hävstångseffekter.⁷⁸ Det föreslås inga krav om riskspridning för spesialfond och vad gäller risknivå uppställs endast krav om att denna skall specificeras i fondbestämmelserna. Det allmänna kravet på ”god

⁷⁴ Ibid, s 10 ff.

⁷⁵ Directive on Markets in Financial Instruments (MiFiD-direktivet), 2004/39/EG, bil 2.

⁷⁶ Minimikravet är att bolaget har aktier värderade till 20 miljoner euro, en nettoomsättning om 40 miljoner euro och har ett eget kapital om 2 miljoner euro.

⁷⁷ Kredittillsynet, Horingsnotat om spesialfond, s 29.

⁷⁸ Ibid, s 59.

forretningsskikk”, föreslås gälla även specialfonder, om än med den anpassning att begreppet här tillskrivs en mer liberal innebörd.⁷⁹ Kredittilsynet föreslår vidare att en specialfond skall ges möjlighet att fritt välja öppenhet. Specialfonder ges till och med möjlighet att helt låsa sin fondförmögenhet och bli slutna. I förslaget utreds också frågan om hedgefonder och hur sådana fonder bör behandlas i lagstiftningen. Man kommer fram till att hedgefonder utgör en mycket heterogen skara fonder och därför knappast kan bli föremål för särreglering. Samtidigt skall den föreslagna kategorin specialfonder betraktas som en åtgärd syftande till att underlätta upprättandet av hedgefonder och liknande produkter.

4.3 Danmark

I Danmark är huvudförfattningen vad gäller fondverksamhet lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. (lov 55 af 31/01/2006). Utgångspunkten i den danska fondregleringen är att kollektiv investeringsverksamhet i aktuell bemärkelse kan ske enligt fem definierade huvudkategorier; ”investeringsforeninger”, ”specialforeninger”, ”udenlandske investeringsinstitutter”, ”hedgeforeninger” och ”andre kollektive investeringsordninger”.⁸⁰ Liksom terminologin indikerar, påbjuder den danska lagstiftningen att kollektivt sparande skall ske i föreningsform. Således är danska fonder upprättade enligt en associationsrättslig modell, där en förening ligger i grunden. Varje förening utgör en juridisk person och investerarna, eller andelsägarna, är medlemmar i föreningen samt äger en del av föreningen motsvarande andelen investerat kapital. Föreningen kan välja att ha intern förvaltning och då anställa direktör samt administrativ personal. Man har också möjlighet att upplåta förvaltningen åt en extern förvaltare, ett ”investeringsforvaltningsselskab”. Ett centralt begrepp i den danska regleringen är ”god skik”. Principen är att förvaltningen måste bedrivas enligt ”god skik”, vilket kan jämföras med sundhetskravet i LIF. Ett investeringsforvaltningsselskab kan liknas vid ett fondbolag enligt LIF och ägs av föreningen självt eller föreningen tillsammans med andra föreningar och får bara utföra tjänster åt sina ägare. Varje förening kan vidare indelas i avdelningar, där var avdelning utgör en självständig ekonomisk enhet. Avdelningarna utgör dock inte separata juridiska personer och är tillsammans solidariskt ansvariga för föreningens skulder, med den begränsning att ansvaret primärt åvilar den avdelning som ådragit sig förpliktelsen. Slutligen påbjuder lagen att föreningens förmögenhet skall deponeras hos ett ”depotselskab”, alltså en motsvarighet till våra förvaringsinstitut. Lagen omfattar endast sådana kollektiva

⁷⁹ Ibid, s 112.

⁸⁰ Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m v, § 1.

investeringar som vänder sig till allmänheten eller en vidare krets. Med detta avses inte att man måste marknadsföra sig aktivt mot en sådan krets, utan det räcker att föreningen formellt är öppen i sådan omfattning. I annat fall handlar det om en så kallad ”fåmansförening”. Ansvaret för övervakandet av de finansiella marknaderna i Danmark åvilar Finanstilsynet, en inrättning som ur funktionssynpunkt i huvudsak är likvärdig svenska Finansinspektionen.

Det danska systemet med olika fondkategorier fungerar i grunden som en slags informationssystem, där varje kategori innebär en viss typ av förvaltning. Kategorin investeringsforeninger motsvarar svenska värdepappersfonder och är harmoniserad i enlighet med UCITS-direktivet. Kategorin specialforeninger kan liknas vid svenska specialfonder i det avseende att kategorin möjliggör en form av reglerat kollektivt sparande som inte ryms under det regelverk som UCITS-direktivet stadgar. Uppmärksammas bör att kategorin specialföreningar är hårdare reglerad än svenska specialfonder ur förvaltningssynpunkt. Exempelvis får specialforeninger inte belåna fondförmögenheten utöver vad UCITS-regleringen medger. Udenlandske investeringsinstitutter består, liksom benämningen indikerar, av fonder härrörande från andra stater än Danmark. Kategorin omfattar såväl icke-harmoniserade som harmoniserade fonder. Kategorin ”andre kollektive investeringsordninger” är negativt definierad och består av sådana kollektiva investeringar vilka tar emot kapital från allmänheten eller en annars vidare krets men utan att omfattas av någon av de övriga kategorierna. Konstruktionen är vidare så beskaffad att Finanstilsynet har möjlighet att besluta om ombildning av ”andre kollektive investeringsordninger” till investeringsforening eller specialforening i de fall föreningen i praktiken huvudsakligen ryms inom något av dessa regelverk.⁸¹ I övrigt är utgångspunkten att ”andre kollektive investeringsordninger” är oreglerade, med undantag för ett visst informationskrav.

Kategorin ”andre kollektive investeringsordninger” infördes så sent som den 1 januari 2004 och fram tills alldeles nyligen omfattade kategorin även hedgefonder. Sedan den 1 juli 2005 finns emellertid en särskild kategori benämnd hedgeforeninger, vilken möjliggör för reglerade danska hedgefonder. Inrättandet av en särskild kategori för hedgefonder är resultatet av en vilja att möjliggöra för reglerade hedgefonder och samtidigt möta de specifika krav och risker som hedgefonder innebär. Hedgeforeninger är föreningar som har rätt att agera utan lagstadgade investeringsrestriktioner och har möjlighet att ta upp lån i investerings-

⁸¹ Ibid, 115 §.

verksamheten, men som samtidigt måste agera i enlighet med en fastställd riskprofil.⁸² Lagen innehåller ingen legal definition av begreppet hedgeforening, eftersom danska lagstiftaren finner det omöjligt att fastställa en sådan. Konstruktionen kan tyckas märklig, då man inför en kategori fonder utan att definiera den samma. Lagen är emellertid uppbyggd på så sätt att en fond inte kan inordnas under kategorin hedgeforeningar om den likväl skulle kunna anses vara investeringsforening eller specialforening. Uppräkningen av kategorier innehåller således en form av prioritetsordning där ovanstående kategorier står över nedanstående. Av denna anledning är det inte heller möjligt att bedriva hedgefondverksamhet under kategorin ”andre kollektive investeringsordninger”.

Utgångspunkten är att kategorin hedgeforeningar omfattar öppen fondverksamhet som riktar sig till allmänheten eller en vidare krets och som förvaltningsmässigt går utöver de investeringsbegränsningar som gäller för specialforeningar.⁸³ Det är alltså bara verksamhet som är ”open-ended” som träffas av lagen. Vidare krävs det att man riktar sig mot allmänheten eller en vidare krets, för att lagen skall bli tillämplig. Även fondverksamhet som riktar sig mot en snävare krets kan omfattas av lagen i de fall en frivillig anmälan om detta görs. Annars är lagen tvingande i sin karaktär och tjänar på så vis konsumentskyddande. Först och främst stadgas att verksamhet som ryms under kategorin skall bedrivas i föreningsform.⁸⁴ Vidare åläggs sådan verksamhet informationsplikt. Exempelvis måste en hedgeforening utarbeta prospekt och åtminstone var fjortonde dag rapportera aktuellt förmögensvärde. Förknippat med informationsplikten är också kravet om fastställd riskprofil och informering om densamma. En hedgeforening är fri att fastställa sin egen riskprofil, vilket motiveras med att kategorin innefattar en heterogen skara fonder med mycket varierande risknivå. Den valda riskprofilen måste uttryckas i fondbestämmelserna och tydligt förmedlas till berörda intressenter.⁸⁵ I lagen uppställs också krav på ledning av en hedgeforening, vilket innebär att en fond som förvaltas internt måste ha en tillräckligt kompetent och erfaren ledning. Detsamma gäller ett fondförvaltningsbolag i de fall fonden förvaltas externt och det är Finanstilsynets uppgift att bedöma att erforderlig kompetens finns. Lagen inrymmer inga direkta begränsningar vad gäller avkastningsrelaterad förvaltningsavgift eller förvaltarens möjlighet att investera eget kapital i föreningen. Utgångspunkten är istället att föreningen har

⁸² Lovforslag nr L 151, Skriftlig fremsættelse (15 december 2004), Økonomi- og erhvervsministeren (Bendt Bendtsen).

⁸³ Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m v, § 1.

⁸⁴ Ibid, § 114 b.

⁸⁵ Ibid, § 114 d.

en skyldighet att följa den fastställda riskprofilen och så länge detta görs, finns inga hinder mot en utvecklad incitamentsstruktur för förvaltaren.⁸⁶ I likhet med vad som gäller för övriga kategorier måste förmögenheten i en hedgeforening förvaras hos ett förvaringsinstitut.

Vad gäller förvaltningsbefogenheter kan konstateras att hedgeforeningar är liberalt reglerade. Hedgeforeningar föreskrivs få begränsningar avseende val investeringstillgång och i princip står alla finansiella instrument och valutor tillbuds, men liksom i Sverige är det inte möjligt att investera i tillgångar som karaktäristiskt väsentligt skiljer sig från nämnda tillgångar. Det står vidare hedgeforeningar fritt att ta lån i investeringsverksamheten. Som ovan indikerats innehåller inte heller lagen något krav om riskspridning, då hedgeforeningar själva tillåts välja sin risknivå. Sammantaget är det uppenbart att lagstiftaren har skapat ett mycket liberalt regelverk för hedgeforeningar. Lagstiftningens konstruktion är dock sådan att lagen uppställer yttre ramar, vilka sedan kan detaljregleras genom så kallade bekendtgørelser. I syfte att närmare precisera lagens stadganden om hedgeforeningar har Finanstilsynet utfärdat kompletterande bestämmelser om bland annat risk som trädde i kraft den 1 januari 2006.⁸⁷

4.4 Finland

Finlands motsvarighet till LIF är lagen om placeringsfonder (48/1999), vilken trädde i kraft den 1 februari 1999. Dessförinnan gällde en tidigare lag med samma namn vilken ursprungligen stiftades 1987. Nuvarande lag är tillämplig på *”fondbolags och förvaringsinstituts verksamhet samt på marknadsföring av fondföretags andelar till allmänheten”*.⁸⁸ Med *fondföretag* avses öppna fonder i aktuell bemärkelse och i likhet med svensk ordning förekommer två typer av fonder; ”placeringsfonder” och ”specialplaceringsfonder”. Placeringsfonderna är harmoniserade med UCITS-direktivet, medan specialplaceringsfonderna kännetecknas av att de avviker från samma regelverk. Systematiken känns igen och de finska specialplaceringsfonderna är i huvudsak likvärdiga svenska specialfonder. Fonder upprättade i enlighet med lag om placeringsfonder är ordnade enligt kontraktsrättslig modell, där förvaltning utförs av ett fondbolag och ansvaret för förvaringen vilar på ett förvaringsinstitut. För både fondbolag och förvaringsinstitut krävs auktorisation av den finska Finansinspektionen, vilken numer i huvudsakligen har samma roll

⁸⁶ Erhvervsudvalget L 151 - Bilag 1, Høringsnotat vedrørende lovforslag om ændring af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m v, lov om finansiell virksomhed, lov om værdipapirhandel m v, lov om arbejdsmarkedets Tillægspension og Lov om Lønmodtagernes Dyrtdsfond (Hedgeforeninger), s 3.

⁸⁷ Bekendtgørelse om hedgeforeningers opgørelse af risici, 1468 af 20/12/2005.

⁸⁸ Lag om placeringsfonder, 1 §.

som sin svenska namne.⁸⁹ Tidigare åvilade bland annat ansvaret för tillståndsärenden om fondverksamhet samt fastställelse specialplaceringsfonders stadgar en statlig institution vid namn Statsrådet.

Vad gäller placeringsfondens rättsliga ställning förekommer även här stora likheter med LIF. Placeringsfondens tillgångar ägs av andelsägarna, vilka emellertid inte kan göras ansvariga för åtaganden som hänför sig till fonden. Fondbolaget företräder fonden i eget namn, men har samtidigt skyldighet att hålla fondförmögenheten separerad från sina egna tillgångar, vilket delvis upprätthålls genom obligatorisk förvaring hos förvaringsinstitutet. I den finska lagstiftningen finns vidare krav om att en placeringsfonds tillgångar skall uppgå till minst två miljoner euro samt att fonden måste ha minst 50 andelsägare. En nystartad placeringsfond har dock 6 månader på sig att uppnå dessa krav.

Betraktat utifrån möjligheterna att upprätta hedgefonder i Finland kan konstateras att placeringsfonderna är harmoniserade UCITS-fonder, innebärande att fondkategorin svårigen kan utgöra grund för upprättande av hedgefonder. Specialplaceringsfonderna, som finns reglerade i lagens 12 kapitel, har däremot möjlighet att avvika från UCITS-regleringen och är mer liberalt reglerade ur förvaltningssynpunkt. Karaktäriserande för specialplaceringsfonderna är framförallt att de har möjlighet att avvika från lagens 11 kapitel, vilket består av regler om förvaltning av fondförmögenheten och bland annat innefattar regler om riskspridning, placeringstillgång samt belåning. Specialplaceringsfonderna kan i teorin efter godkännande från Finansinspektionen avvika från samtliga bestämmelser i detta kapitel. I kapitel 12 finns dock komplementär regler om riskspridning för specialplaceringsfonder.⁹⁰ De komplementär reglerna kan inte medges undantag ifrån och innebär huvudsakligen att fondbolaget har skyldighet att sprida de risker som specialplaceringsfondens investeringsverksamhet medför. Exakta innebörden av kravet torde ytterst bero av Finansinspektionens bedömning. Utöver detta kan specialplaceringsfonder även medges undantag från bestämmelserna om in- och utträde från fonden. En specialplaceringsfond kan således begränsa såväl inträde som utträde i fonden om sådana undantag medgivits. Lagstiftningen behandlar inte avgifter förknippade med fondinvesteringar i någon större utsträckning och i likhet med LIF innehåller lagen endast krav rörande information om fonders kostnadsstruktur i fondbestämmelserna.

⁸⁹ Ibid, 4 §.

⁹⁰ Ibid, 87 §.

Den rättsliga miljön för upprättande av hedgefonder enligt lag om placeringsfonder förefaller således överlag mycket lik till vad som gäller enligt LIF i aktuellt avseende. Den finska lagstiftningen har emellertid en egenhet som inte återfinns i den svenska och som framgår av 1 § i lag om placeringsfonder. Här stadgas att lagen inte är tillämplig ”...*på marknadsföring av fondföretags andelar om dessa marknadsförs endast till yrkesmässiga investerare*”.⁹¹ Sådan marknadsföring undantas således helt från lagens tillämpningsområde och finns inte heller direkt reglerad i annan lagstiftning. Konstruktionen motiveras av att regleringen av fondverksamhet typiskt sett är ägnad att skydda konsumenter. Således faller det väl i fas med lagens ändamål att helt undanta fondverksamhet som endast riktar sig till yrkesmässiga investerare. Avser man att bedriva oreglerad fondverksamhet har man följaktligen inte rätt att vända sig mot andra än yrkesmässiga investerare. I förarbetena har lagstiftaren deklarerat att detta innebär att marknadsföringen av fondandelar i sådana fall endast kan ha karaktären av direkt marknadsföring vilken riktar sig mot en avgränsad målgrupp.⁹² Lagrummet innehåller en katalog där begreppet yrkesmässig investerare definieras genom uppräknning av omfattade subjekt. För att exemplifiera vad som enligt lagen avses med begreppet kan konstateras att såväl offentligt övervakade värdepappersföretag och kreditinstitut som ”...*andra investerare som skriftligen har meddelat fondföretaget eller dess ombud att de på grundval av sin yrkesskicklighet och investeringserfarenhet är yrkesmässiga investerare*”⁹³ omfattas. Som resultat av konstruktionen kan således yrkesmässiga investerare utan direkta rättsliga begränsningar erbjudas olika kollektiva investeringsalternativ. Genom konstruktionen har lagstiftaren banat väg för en innovativ och flexibel finansiell marknad, i vilken exempelvis hedgefonder och liknande instrument har goda möjligheter att utvecklas. Att denna typ fonder är undantagna från den ordinära fondregleringen innebär dock inte att agerar i fullkomlig laglöshet. De måste alltså upprättas i någon form av rättslig miljö såsom aktiebolagslagen eller allmän civilrätt.

4.5 Konklusion

Det är odiskutabelt att behandlade nordiska rättsordningar i flera avseenden uppvisar stora likheter. Konformiteten beror framförallt av det internationella utvecklingssamarbete som funnits historiskt och vilket idag främst sker genom EU. Samtliga behandlade rättsordningar

⁹¹ Ibid, 1 § 2 st.

⁹² RP 202/1998, Detaljmotivering, 1 §.

⁹³ Lag om placeringsfonder, 1 § 2 st p 3.

är bundna av den EG-rättsliga regleringen och är därmed samstämmiga på de områden där EG-rätten styr. I övrigt uppvisar Sverige, Norge och Finland särskilt tydliga likheter, då samtliga tillämpar en kontraktsrättslig grundstruktur och har fondregleringar som påminner mycket om varandra. Danmark däremot skiljer sig delvis från dem övriga, först och främst därför att man bygger sin fondreglering på en associationsrättslig grundstruktur.

Till att börja med är det intressant att belysa den svenska kontraktsrättsliga grundstrukturen genom att jämföra denna med den danska associationsrättsliga. I praktiken har det visat sig att valet av grundstruktur är av mindre betydelse, då fondernas funktion i slutändan tenderar vara densamma oavsett struktur.⁹⁴ Som utgångspunkt är således inte den ena formen nödvändigtvis bättre än den andra ur funktionssynpunkt, utan det är istället tillämpningen som är avgörande. Sedan skulle man visserligen kunna argumentera ur en vidare aspekt och mena att det är gynnsamt att tillämpa den form som är internationellt dominerande eftersom detta kan göra det enklare för utländska investerare att förstå regleringen och därmed kanske öka inflödet av kapital till den inhemska marknaden.⁹⁵ Detta argument kan emellertid inte entydigt användas för att försvara den danska regleringen, vilken bygger på föreningar, medan merparten av de utländska associationsrättsliga fonderna är upprättade i bolagsform.

Den kontraktsrättsliga strukturen är dominerande i Norden och tillämpas förutom i Sverige, även i Norge och Finland. Tillämpandet av samma struktur medför att stora likheter kan identifieras, samtidigt som rättsordningarna avviker ifrån varandra på många punkter. En intressant aspekt är hur man valt att förhålla sig till olika typer av investerare. Den svenska lagstiftningen gör ingen åtskillnad mellan olika typer av investerare, utan alla behandlas lika. I Finland däremot är yrkesmässiga investerare särreglerade genom att de undantas helt från lagstiftningens tillämpning. Fonder som endast riktar sig mot sådana investerare behöver inte ta hänsyn till fondlagstiftningen utan är en form av offshorefonder. Konstruktionen saknar helt motstycke i Sverige och skapar en liberal fondmarknad för kvalificerade subjekt. Man skulle kunna resonera kring huruvida en motsvarande konstruktion hade varit lämplig att införa i Sverige. Ur ändamålshänseende förfelar inte konstruktionen regleringens konsumentskydd, eftersom kvalificerade investerare inte är skyddsvärda i samma utsträckning som vanliga konsumenter. Däremot torde konstruktionen lämna vissa luckor vad gäller systemskydd. Oreglerade fonder kan i teorin, eftersom de tillåts agera utanför skyddande

⁹⁴ Se avsnitt ”2.5 Fonder internationellt”.

⁹⁵ SOU 2002:56, s 517.

fondreglering, inta sådana positioner att det finansiella systemets funktion äventyras. I sammanhanget bör noteras att värdepappersfondsutredningen⁹⁶ arbetade med ett förslag om särbehandling av kvalificerade investerare inom ramen för LIF. Förslaget kritiserades dock av remissinstanserna och resulterade aldrig i något faktiskt lagförslag.

Samtidigt är det möjligt att samhällsekonomin kan gynnas av att kvalificerade investerare erbjuds fler investeringsalternativ; dels kanske det skapar bättre förutsättningar för professionell kapitalförvaltning, dels kanske en sådan ordning bättre främjar utvecklingen av nya innovativa fondprodukter och därmed leder utvecklingen framåt. Man kan även tänka sig att fonder avsedda för kvalificerade investerare lockar till sig utländskt kapital och därmed gynnar den inhemska marknaden. I slutändan torde man hamna i en avvägning mellan å ena sidan ett försvagat systemskydd och å andra sidan en bättre fungerande finansiell marknad.

Den finska konstruktionen kan förefalla förhållandevis extrem eftersom den helt undantar fonder för yrkesmässiga investerare från lagstiftningens tillämpning. Det torde dock finnas utrymme för en mindre radikal lösning. I Norge har man i nuläget en ordning där lagstiftningen i likhet med den svenska inte gör någon åtskillnad mellan olika typer investerare, men frågan om särbehandling av kvalificerade investerare har nyligen varit under utredning. I utredningen föreslogs att man skulle möjliggöra för särbehandling av professionella investerare genom att inrätta en ny tredje kategori fonder; specialfonder. Specialfonderna skall enligt förslaget regleras mycket liberalt ur förvaltningssynpunkt. Bortsett från att specialfonderna måste ha en fastställd risknivå i fondbestämmelserna samt måste agera i enlighet principen ”god forretningsskikk” föreslås få begränsningar för dessa.

Jämför man det norska förslaget med den finska konstruktionen framgår tydligt att de båda ur funktionssynpunkt har stora likheter. Båda syftar till att skapa en flexibel marknad för kvalificerade subjekt. Vad som skiljer dem åt är att det norska förslaget avser uppnå detta syfte inom ramarna för den befintliga fondregleringen, vilket möjliggör överblick och grundläggande tillsyn över även denna typ av fonder. Det är samtidigt möjligt att den norska lösningen i förhållande till den finska hämmar flexibiliteten och medför vissa merkostnader för fonderna. I övrigt är det dock svårt att identifiera några avgörande skillnader ur förvaltningssynpunkt. Därtill torde det norska förslaget, inte minst genom det allmänna kravet

⁹⁶ Värdepappersfondsutredningen utarbetade SOU 2002:56 och SOU 2002:104.

om ”god forretningsskikk”, skapa bättre förutsättningar för att förebygga systemrisker. Det kan ifrågasättas huruvida ett bättre systemskydd trots allt inte borde anses väga tyngre än de relativa begränsningar som det norska förslaget medför, vilket därmed kanske talar för det norska förslaget. Det är också möjligt att argumentera för att det norska förslaget skapar bättre tillförlitlighet för investerarna. Att fonderna upprättas under offentlig tillsyn, torde skapa en slags kvalitetsgaranti, som bidrar till att investerarna fäster högre tillit till fonderna.

Samtidigt är det inte givet att det är fördelaktigt att inrätta en liberal reglering för kvalificerade subjekt. Framförallt kan det innebära att man måste göra avkall på lagstiftningens systemskydd, vilket torde gälla oavsett val av konstruktion. Oavsett vilken lösning man än väljer aktualiseras dessutom alltid en gränsdragningsproblematik vid särbehandling. Därjämte är det mycket svårt att värdera möjliga positiva effekter av en sådan reglering. Risken är att kostnaderna för samhället överväger de potentiella fördelarna.

Den danska lagstiftningen däremot innehåller inga gränsdragningar mellan olika subjekt. Istället präglas lagstiftningen av en generell liberalism, vilken saknar motstycke hos övriga jämförda staterna. Lagstiftningen bygger på en kategoriindelning som är baserad på förvaltningsregleringens omfattning och där den hårdast reglerade kategorin utgörs av UCITS-fonderna. I motsats till denna kategori står kategorin hedgeforeninger som har en förvaltningsreglering jämförlig med den som föreslås för norska specialfonder. Den danska lagstiftningen skapar således förutsättningar för en liberal och flexibel fondmarknad för alla typer av subjekt. Den danska lagstiftningen bygger på en informationsprincip, där grundtanken är att investerarna skall säkerställas tillräcklig information. Som investerare är man sedan fri att välja fond efter riskpreferens och ambitionsnivå etc. Den danska ordningen torde oundvikligen innebära ett svagare konsumentskydd än övriga jämförda stater. Samtidigt förefaller ordningen mycket rimlig. Samhället är fullt av riskfyllda investeringsalternativ som vem som helst har rätt att investera i. Så länge man ges riktigt och tillräcklig information om tänkbara risker, förefaller det inte orimligt att man som okvalificerat subjekt även ges rätt att investera i fonder med hög risk. En annan egenhet med den danska regleringen är att den på ett unikt sätt särreglerar hedgefonder som en egen kategori. Den praktiska betydelsen av att ha en särskild kategori för hedgefonder förefaller dock ganska marginell. Hur den danska lagstiftningen kommer att tillämpas och vilka effekter den får för danska utbudet av hedgefonder är för tidigt att säga.

Relaterar man diskussionen till svenska specialfonder, är det genom undantag formellt sett möjligt att skapa lika sofistikerade fondprodukter enligt LIF som enligt den danska regleringen. Den enda skillnaden är att den danska regleringen möjliggör för fonder som inte tillämpar principen om riskspridning. I normalfallet har emellertid en förvaltare av en hedgefond inga problem med kravet på diversifiering eftersom diversifiering utgör en självklar del i en modern portföljförvaltning. Samtidigt torde undantagskonstruktionen medföra en tröghet som saknar motsvarighet i den danska ordningen.

Sammantaget kan konstateras att det finns åtminstone två intressanta aspekter som skiljer de jämförda nordiska rättsordningarna åt. Den första aspekten angår särbehandling av kvalificerade subjekt. Särbehandling förekommer för tillfället i Finland, men är kanske på gång även i Norge. Den avgörande orsaken till varför det norska förslaget ännu inte resulterat i någon lagändring är sannolikt den hårda kritik som framförts av remissinstanserna. Generellt förefaller man nämligen kritiskt inställd till särbehandling av kvalificerade subjekt och exempelvis Oslobörsen menar att det är bättre att överlåta åt marknaden att bestämma vem som skall få investera i en specialfond.⁹⁷ Vad arbetet med det norska förslaget kommer att resultera i återstår att se, men ärendet ligger nu på det norska Finansdepartementets prioriteringslista för 2006.⁹⁸ Att införa en gränsdragning mellan olika typer av subjekt hade varit en väg att förenkla upprättandet av hedgefonder i Sverige utan att äventyra lagstiftningens ändamål. Att döma av opinionen i Sverige och Norge är dock en sådan konstruktion möjlig att ifrågasätta.

Den andra aspekten handlar om hur fondregleringen generellt sett utformas så ändamålsenligt som möjligt. Om man bortser från eventuell särbehandling av kvalificerade subjekt tillämpar Sverige, Norge och Finland i stort sett samma princip på denna punkt. Principen bygger på ett slags undantagssystem där tillsynsmyndigheten måste medge undantag om en fond vill gå utöver lagens grundläggande förvaltningsbestämmelser. I Danmark däremot präglas regleringen av en genomgående liberalism och motsvarande undantagsförfarande saknas. Frågan är hur man bäst tillgodoser både konsumentskydd och marknadsflexibilitet?

⁹⁷ Oslo Børs, Høringsuttalelser – Forslag om nye regler om Spesialfond.

⁹⁸ Det kan tilläggas att Finansdepartementet i Norge bland annat skickat ut ett reviderat lagförslag på remiss under 2005, men ännu har ingen proposition utfärdats.

5 LIF och gränsöverskridanden

I dagens informationssamhälle, där nationalstaten och dess gränser får allt mindre betydelse, är gränsöverskridande frågor mer relevanta än någonsin. För företag för öppna kollektiva investeringar är sådana frågor i allra högsta grad aktuella då relationen mellan fonder och nationsgränser sällan är okomplicerad. Fonder utgör i flera avseenden en inrättning som är olämplig att sortera efter nationsgränser. Som investerare kan man komma i kontakt med fondprodukter genom flera olika kanaler. Exempelvis är det tänkbart att man under en resa till Bahamas blir varse om en attraktiv hedgefond och där väljer att investera en del av reskassan. Man kan också tänka sig ett scenario där man hemifrån över Internet blir informerad om en fond härrörande i Bahamas och investerar i densamma genom att transferera kapital på eget bevåg. Scenarion av detta slag väcker en rad frågeställningar kring tillämpningen av inhemsk fondreglering. I de fall inhemsk lagstiftning är tillämplig, uppkommer en ytterligare frågeställning avseende i vilken utsträckning utländska fondprodukter får erbjudas enligt denna. Avsett att utredas i detta avsnitt är hur denna problematik förhåller sig till hedgefonder. Liksom ovan tar framställningen utgångspunkt i svensk fondreglering, vilken sedan jämförs med motsvarande ordning i de övriga nordiska staterna.

5.1 Om gränsöverskridanden

Innan vidare diskussioner förs är det lämpligt att fundera över vilka former ett gränsöverskridande kan ta i ett rättsligt sammanhang. I första hand kan man tänka sig att en utländsk fondförvaltare, i LIF används benämningen förvaltningsbolag, etablerar filial i Sverige och driver verksamhet från filialen.⁹⁹ Det är emellertid inte möjligt för en filial att upprätta en fond enligt svensk rätt och detsamma gäller även i de flesta andra europeiska rättsordningarna. Enligt det vedertagna europeiska synsättet, vilket också framgår av UCITS-direktivet, måste nämligen fondbolaget och fonden ha säte i samma jurisdiktion. I Europa är det således fonderna i sig som gränsöverskrider. Förvaltningsbolaget kan däremot, från filial eller direkt från sitt hemland, erbjuda sina förvaltningstjänster åt svenska investerare.

I detta sammanhang är det nödvändigt att ha klart för sig hur en fond rättsligt är upprättad. Rättsligt kan en fond i huvudsak antingen utgöras av ett bolag, såsom i USA, eller bestå endast av en förmögenhetsmassa under förvaltning av ett fondbolag eller förvaltningsbolag, såsom i Sverige. I de fall en fond utgörs av ett bolag kan man tänka sig att fonden egenhändigt

⁹⁹ 1 kap 6 och 8 §§ LIF.

marknadsför sig över gränserna. I annat fall är det i realiteten istället förvaltningsbolaget som erbjuder sina tjänster över gränserna. Vad som skiljer denna form av tjänsteutövande från det i ovanstående stycke behandlade är att det i aktuellt fall rör det sig om en fond som rättsligt är upprättad utomlands. Gränsdragningen kan tyckas hårfin, men så länge det är en fondprodukt upprättad utomlands som erbjuds svenska investerare på svensk mark, är det själva fondprodukten som står för gränsöverskridandet. Om detta erbjudande sker ifrån en svensk filial eller på annat sätt är irrelevant.

Framförallt är scenarion där befintliga fondprodukter erbjuds över nationsgränser av intresse, eftersom sådan verksamhet kan verka utmanande på inhemsk fondreglering. Gränsöverskridanden av detta slag väcker nämligen en rad komplicerade frågeställningar kopplade till tillämpningen av inhemsk lagstiftning. Det är inte alltid enkelt avgöra när utländska fonder måste iakttä inhemsk lagstiftning. Dessutom kan hanteringen av utländska fonder betyda mycket för lagstiftningens effektivitet och ändamålsenlighet. Vid beskrivning av respektive rättsordning är tyngden lagd på inkommande gränsöverskridande verksamhet. Utgående verksamhet behandlas endast mycket kort eftersom sådan i regel inte innebär någon problematik för den rättsordning som fonden utgår ifrån. Typiskt sett saknas nämligen incitament för att begränsa inhemska fonders internationella marknadsföring.

5.2 Sverige

LIF har som övergripande funktion att reglera öppna företag för kollektiva investeringar som erbjuds den svenska allmänheten. Hur LIF förhåller sig till inhemsk verksamhet finns ovan behandlat och föremål för utredning i detta avsnitt är istället hur lagen hanterar gränsöverskridande frågor. Inledningsvis klargörs omfattningen av lagens tillämpningsområde. Utgångspunkt är att i de fall ett *fondföretag*¹⁰⁰ avser *marknadsföra* och *sälja* andelar i företaget inom landet är verksamheten tillståndspliktig enligt LIF.¹⁰¹ För att tillståndspliktig verksamhet skall föreligga krävs följaktligen att man inom landet både marknadsför sig aktivt samt erbjuder andelar till försäljning. Som en konsekvens av formuleringen är det möjligt för ett fondföretag att marknadsföra sig aktivt inom landet och samtidigt hänvisa potentiella köpare att kontakta något subjekt utomlands för inköp av andelar, utan att denna verksamhet omfattas av LIF.¹⁰²

¹⁰⁰ I LIF avser termen *fondföretag* ett utländskt företag för kollektiva investeringar.

¹⁰¹ 1 kap 7 § LIF.

¹⁰² Jfr SOU 2002:56, s 492.

Vidare bör understrykas att den rättsliga benämningen fondföretag, vilken åsyftar utländska motsvarigheter till inhemska investeringsfonder, inte är helt entydig. Ett fondföretag som är organiserat i en associationsrättslig form såsom en SICAV, OEIC eller en dansk investeringsförening, kan nämligen vara uppdelat i flera olika delfonder (eller subfonder) med varierande karaktär och egna fondbestämmelser. Hur detta rättsligen gestaltar sig varierar självfallet rättsordningar emellan, men för att exemplifiera kan Danmark nämnas där fondföreningarna kan indelas i avdelningar. Avdelningarna utgör inte separata juridiska subjekt och respektive förmögenhetsmassor är inte avskiljda i det fall en avdelning drabbas av insolvens. Det bör således noteras att ett fondföretag kan bestå av flera olika fonder. Ur gränsöverskridningssynpunkt betyder detta att när ett fondföretag exempelvis får tillstånd att verka i Sverige kan detta innebära att mer än en utländsk fondprodukt får tillgång till den svenska marknaden. Varje delfond måste emellertid även den registreras i Sverige för att få säljas här, men förfarandet blir enklare om fondföretaget redan fått klartecken.

Om det rör sig om gränsöverskridande verksamhet omfattad UCITS-direktivet uppstår dock sällan någon problematik eftersom fondmarknaden för så kallade UCITS-fonder är harmoniserad med följden att gränsöverskridanden kan ske avsevärt förenklat.¹⁰³ UCITS-fonderna har givits en form av ”europeiskt pass”, vilket möjliggör förenklad rörelse över nationsgränserna i enlighet med ett system som bygger på dubbel notifiering (anmälan av förvaltningsbolaget och anmälan av fonden). En UCITS-fond som auktoriserats i en medlemsstat ges nämligen rätt att agera i annan medlemsstat under förutsättning att tillsynsmyndigheten i den senare staten i förväg erhåller anmälan om sådan verksamhet. Vissa krav ställs emellertid på fondföretaget som måste vidta nödvändiga åtgärder för att kunna göra in- och utbetalningar till andelsägarna samt lämna erforderlig information. Detta är emellertid inte den enda form av gränsöverskridande som harmoniserats genom UCITS-direktivet. Vidare ges ett harmoniserat förvaltningsbolag, dvs. ett utländskt fondbolag, såväl rätt att etablera filial i annan medlemsstat och där bedriva fondförvaltning som att annars tillhandahålla gränsöverskridande tjänster till sådan stat under förutsättning att behörig tillsynsmyndighet underrättas om verksamheten i förväg.¹⁰⁴ I aktuellt sammanhang är dock denna form av överskridanden av perifer betydelse och lämnas fortsättningsvis obehandlade.

¹⁰³ 1 kap 7 § LIF.

¹⁰⁴ 1 kap 6 § LIF.

Det finns även andra EG-direktiv som kan få relevans vid fonders gränsöverskridande. Sker marknadsföring över Internet inom EU kan det så kallade E-handelsdirektivet bli aktuellt.¹⁰⁵ E-handelsdirektivet bygger på den så kallade ursprungslandsprincipen som anger att hemlandets regler marknadsföring blir tillämpliga vid marknadsföring över Internet.¹⁰⁶ Direktivet omfattar frågor om marknadsföring och reklam och ger inte svar på vilken fondreglering som är tillämplig. Noteras bör också att direktivet inte omfattar reklam av UCITS-fonder, vilket är särreglerat i UCITS-direktivet.¹⁰⁷

Övergripande ändamål med EG-direktiven är just att förenkla rörlighet över gränserna och därmed upprätta en inre harmoniserad marknad. I de fall det rör sig om gränsöverskridanden som av någon anledning inte faller under direktivets tillämpning är situationen annorlunda. I sådana fall saknas direkt internationell reglering och avgörande blir istället lagstiftarens överväganden i den stat där etablering söks, dvs. Sverige i detta fall.¹⁰⁸ Före LIF trädde i kraft var gällande rätt att endast fondföretag som uppfyllde kraven i UCITS-direktivet hade möjlighet att etablera sig i Sverige.¹⁰⁹ Inför LIF övervägdes för- och nackdelar med att öppna den svenska marknaden även för andra fondföretag och lagstiftaren gjorde bedömningen att konkurrens från icke-harmoniserade utländska fondprodukter kan utgöra ett gynnsamt inslag på fondmarknaden.¹¹⁰ Utländska aktörer anses nämligen kunna erbjuda kompetens och kunnande som inte annars finns att tillgå på den svenska marknaden. Anta exempelvis att en svensk investerare önskar investera i det ryska näringslivet. I sådant fall kanske ett ryskt fondföretag kan erbjuda förvaltningskompetens som inte återfinns i Sverige. Vidare kan en utökad konkurrens inverka sporrande på de svenska aktörerna, vilket exempelvis kan bidra till utvecklingen av marknaden för hedgefonder. Mot bakgrund av detta är det enligt LIF möjligt också för fondföretag som inte uppfyller kraven i UCITS-direktivet att etablera sig i Sverige. Lagen drar emellertid alltså en skiljelinje mellan gränsöverskridanden som är harmoniserade och andra gränsöverskridanden.

Samtidigt som ett ökat inslag av fondföretag kan vara positivt för den svenska marknaden, får inte lagens konsumentskyddsändamål äventyras och det skulle förfela lagstiftningens syfte om man exempelvis tillät att helt oreglerade utländska fondprodukter etablerade sig på den

¹⁰⁵ 2000/31/EG (E-handelsdirektivet).

¹⁰⁶ Prop 2001/02:150, s 59.

¹⁰⁷ 1985/611/EEG, art 44.2.

¹⁰⁸ Oaktat eventuellt internationellt samarbete som inte rör de nordiska staterna.

¹⁰⁹ Prop 2002/03:150, s 270.

¹¹⁰ Ibid, s 271.

svenska marknaden. Konsekvensen av detta är att ett icke-harmoniserat fondföretag som önskar marknadsföras och säljas på den svenska fondmarknaden är underkastat en tillståndsprövning enligt LIF.¹¹¹ Liksom vad gäller inhemska fondprodukter måste nämligen fondföretag ansöka om tillstånd hos Finansinspektionen, vilket beviljas om man uppfyller de i lagen angivna förutsättningarna. För det första måste ett fondföretag bedriva *likartad verksamhet* i sitt hemland, vilket i princip innebär att det måste röra sig om ett öppet företag för kollektiva investeringar med kapital från allmänheten. I andra hand fordras, för att tillstånd skall beviljas, att företaget står under *betryggande tillsyn* av en myndighet eller jämförligt tillsynsorgan. Vidare måste detta organ ha medgett etableringen i Sverige. Det förutsätts vidare att fondföretaget vidtar *nödvändiga åtgärder* för att här i landet kunna göra utbetalningar till andelsägare, lösa in andelar samt lämna sådan information som måste tillhandahållas enligt hemlandets regler. Kraven om åtgärder överensstämmer förövrigt med motsvarande krav som uppställs för harmoniserade fondföretag. Slutligen måste det också finnas skäl att anta att verksamheten kommer att bedrivas på ett sätt som är förenligt med bestämmelserna i tillämpliga författningar, vilket i princip är ett krav på sund fondverksamhet.

Regleringens utgångspunkt är att kraven för fondföretag åtminstone skall motsvara vad som gäller för inhemska specialfonder. Det är också mot denna bakgrund som lagens förutsättningar bör läsas.¹¹² Med likartad verksamhet avses således sådan verksamhet som hade kunnat bedrivas av inhemska specialfonder. Vad gäller kravet om betryggande tillsyn är principen att fondföretag alltjämt skall stå under primär tillsyn i sitt hemland. Vidare förutsätts för att tillstånd skall beviljas att det föreligger ett fungerande samarbete mellan Finansinspektionen och tillsynsmyndigheten i fondföretagets hemland. Om ett fondföretag bryter mot det svenska regelverket kan detta många gånger vara svårt att sanktionera eftersom Finansinspektionen som utgångspunkt inte kan agera utanför Sveriges jurisdiktion. Finansinspektionen har dock en möjlighet att förelägga ett fondföretag som saknar tillstånd att verka här i landet att upphöra med sin verksamhet vid äventyr av vite.¹¹³

Vad gäller utländska hedgefonders etablering i Sverige är det i första hand inte fondens förvaltningskaraktär som verkar begränsande utan snarare den rättsliga ordning som råder i

¹¹¹ 1 kap 9 § LIF.

¹¹² Jfr SOU 2002:56, s 496.

¹¹³ 10 kap 28 och 29 §§ LIF.

fondens hemland. Merparten av de karaktäristika som kännetecknar hedgefonder är nämligen möjliga att uppnå under LIF med hjälp av undantag, varför det typiskt sett inte föreligger någon formell begränsning i detta led. Istället är det kraven om betryggande tillsyn och fungerande samarbete med hemlandets tillsynsmyndighet som verkar begränsande. Detta med anledning av att flertalet utländska hedgefonder är av offshorekaraktär. Även om sådana hedgefonder står under viss reglering torde dessa få svårigheter att etablera sig på den svenska marknaden, inte minst med anledning av kravet om fungerande samarbete tillsynsmyndigheterna emellan. Stater som Bahamas och Caymanöarna kan sannolikt få svårt att uppfylla kravet på betryggande tillsyn.

5.3 Norge

Den norska regleringen av gränsöverskridande verksamhet utgår från lov om verdipapirfond, där de grundläggande bestämmelserna om gränsöverskridanden återfinns. Marknadsföring av utländska fondandelar finns dessutom särskilt reglerat i en till lagen underliggande föreskrift; forskrift om markedsføring av utenlandske verdipapirfond.¹¹⁴ Med anledning av EES-avtalet är Norge förpliktat att tillåta gränsöverskridande verksamhet i enlighet med vad som stadgas i UCITS-direktivet. För närmare information om gränsöverskridanden harmoniserade i UCITS-direktivet hänvisas därför till redogörelsen över svensk rätt, vilken i huvudsak motsvarar norsk rätt i aktuellt avseende.

Regleringen avseende marknadsföring av utländska fondandelar som inte omfattas av UCITS-direktivet tar utgångspunkt i 6-13 § lov om verdipapirfond. Principen är att marknadsföring fordrar tillstånd av Kredittilsynet och att tillstånd kan medges om fonden uppfyller de angivna förutsättningarna. Lagrummet innehåller en lista över specifika punkter som måste vara uppfyllda för att tillstånd skall meddelas. För tillstånd fordras att det finns ett tillfredsställande samarbete mellan Kredittilsynet och tillsynsmyndigheten i fondens hemland. Fonden måste dessutom stå under betryggande tillsyn i hemlandet och förvaltningen av fonden måste vara i överensstämmelse med i hemlandet adekvata regler, vilka dessutom åtminstone måste motsvara det investerarskydd som gäller enligt norsk fondreglering. Vidare måste fonden vidta åtgärder för att kunna inlösa andelar, företa utbetalningar och ge information i den utsträckning som hemlandets regler påbjuder. Försäljningen av andelarna i den utländska fonden måste därutöver ske genom ett i Norge kvalificerat och auktoriserat subjekt såsom ett

¹¹⁴ FOR 2002-07-08 nr 799: Forskrift om markedsføring av utenlandske verdipapirfond.

förvaltningsbolag eller en kreditinstitution. Slutligen krävs dessutom att man bistår Kredittilsynet med upplysningar i enlighet med forskrift om marknadsföring av utenlandske verdipapirfond, vilket exempelvis innebär att man måste lämna över ekonomiska rapporter och fondbestämmelser.¹¹⁵

Enligt den norska lagstiftningen är *marknadsföring* av utländska fondandelar tillståndspliktig. Med marknadsföring avses erbjudande att förvärva fondandel under förutsättning att åtgärden är ägnad att ha verkan i Norge.¹¹⁶ Rekvisitet bygger enligt förarbetena på principen om ”first approach”, enligt vilken det är avgörande vilken avtalspart som först konfronterar den andra.¹¹⁷ Vänder sig en norsk investerare till en utländsk fond, som inte tidigare aktivt marknadsfört sig i Norge, faller detta således utanför lagens tillämpning. Principen torde förövrigt överensstämma med rättsläget i Sverige. Mer särpräglad är dock kravet på att endast auktoriserade institutioner med fast förrättningsadress i Norge får sälja icke-harmoniserade utländska fondandelar. I förarbetena framgår att konstruktionen syftar till att ge Kredittilsynet bättre förutsättningar för övervakning av de utländska aktörernas verksamhet i Norge. Att bara auktoriserade institutioner får förmedla andelar är motiverat av att dessa med anledning av sin auktorisation har särskilda plikter gentemot investerare, vilket bidrar till att öka investerarskyddet.¹¹⁸ Anmärkningsvärt är att institutionerna, under förutsättning att investeraren tar initiativet enligt principen om ”first approach”, även har möjlighet att förmedla fondandelar som inte har tillåtelse att säljas enligt 6-13 § lov om verdipapirfond.¹¹⁹

Det är således möjligt för utländska hedgefonder att marknadsföra sig i Norge, men under förhållandevis snäva förutsättningar. För det första begränsas utländska aktörer av det ovillkorliga låneförbudet, som endast torde medge vissa typer av hedgefonder. För det andra torde det unika kravet om att försäljning av andelar endast får ske genom auktoriserade institutioner innebära att en ytterligare kontrollpost inrättas. Eftersom institutionerna erhållit auktorisation under förutsättning att man uppfyller särskilda åtaganden gentemot investerare, har institutionerna ett intresse av att se till att man kan uppfylla sina åtaganden och inte förlora sin auktorisation. Således torde man vara intresserad av att den utländska fonden man förmedlar uppfyller lagens förutsättningar, då detta annars kan äventyra institutionernas

¹¹⁵ Ibid, 2-2 §.

¹¹⁶ Ibid, 6-11 §.

¹¹⁷ Ot prp nr 98 (2000-2001), 6.2.1.

¹¹⁸ Ibid, 6.2.2.

¹¹⁹ Kredittilsynet, Horingsnotat om spesialfond, s 78.

särskilda ansvarsåtaganden. Hur det norska förslaget om specialfond kommer att inverka på utländska aktörers möjlighet till marknadsföring i Norge återstår att se. Kredittilsynet förespråkar dock att särbehandlingen även skall omfatta utländska fonder, innebärande att professionella investerare kommer att kunna erbjudas utländska hedgefonder etc.¹²⁰

5.4 Danmark

De grundläggande bestämmelserna om gränsöverskridande verksamhet återfinns i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger. Bestämmelserna, vilka ryms i lagens 4 kapitel, kompletteras i sin tur av den underliggande bekendtgørelse om visse udenlandske investeringsinstitutters markedsføring i Danmark (bekendtgørelse 1445 af 21/12/2005), som närmare reglerar inkommande gränsöverskridande verksamhet. Liksom Sverige är Danmark medlem i EU och bundet av UCITS-direktivet. För information om gränsöverskridande verksamhet omfattad av UCITS-direktivet hänvisas därför till avsnittet om den svenska regleringen.

Inkommande gränsöverskridande verksamhet som inte är harmoniserad genom UCITS-direktivet faller in under 16 § lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger. Här är utgångspunkten att *direkt* och *indirekt marknadsföring* av utländska fonder kan medges om dessa uppfyller förutsättningarna som Finanstilsynet fastställt i bekendtgørelse om visse udenlandske investeringsinstitutters markedsføring i Danmark. Direkt marknadsföring torde avse typisk aktiv marknadsföring gentemot investerare. Indirekt marknadsföring däremot är en ny skrivning som innefattar situationer där investerare exponeras för en fondprodukt genom ett mellanled.¹²¹ Man kan exempelvis tänka sig att förmögenheten i en pensionsförsäkring investeras i en utländsk fondprodukt. Innehavaren har då indirekt exponerats mot den utländska fonden. Genom att lagen både omfattar direkt och indirekt marknadsföring har detta begrepp givits en vid innebörd. Finanstilsynet måste lämna godkännande till marknadsföring, vilken heller inte får påbörjas dessförinnan.

I bekendtgørelse om visse udenlandske investeringsinstitutters markedsføring i Danmark anges de närmare förutsättningarna för godkännande om marknadsföring för utländska fonder

¹²⁰ Ibid, s 80.

¹²¹ Jfr Finanstilsynets afgørelse af 22 oktober 2004 vedr indirekte markedsføring af hedgefonde gennem obligationer ((hedge) fund-link obligationer).

som inte är harmoniserade enligt UCITS-direktivet. I regelverkets 1 § görs en uppräknings av tre olika kategorier av utländska fonder som kan godkännas för marknadsföring i Danmark. Den första kategorin utgörs av öppna utländska fonder som tillämpar principen om riskspridning och investerar i finansiella instrument i enlighet med dansk fondlagstiftning. Nästa kategori består av öppna fonder som inte iakttar principen om riskspridning och dessutom har färre restriktioner vad gäller val av placeringstillgång. Slutligen ges i sista punkten även slutna motsvarigheter till de två redovisade kategorierna möjlighet att marknadsföra sig i Danmark. Som övergripande krav gäller dessutom för samtliga tre kategorier att de skall stå under offentlig tillsyn. Det är vidare en förutsättning för godkännande att Finanstilsynet har möjlighet att samarbeta med tillsynsmyndigheten i fondens hemstat. Det nu anförda utgör de formella förutsättningarna för att ett godkännande skall kunna meddelas. Därutöver måste den utländska fonden löpande förse den danska allmänheten med information i samma utsträckning som gäller i fondens hemland.

Förutsättningarna för utländska hedgefonder som önskar etablera sig i Danmark är således goda. Andra kategorin i 1 § bekendtgørelse om visse udenlandske investeringsinstitutters markedsføring i Danmark uppställer närmast obefintliga begränsningar och torde kunna omfatta alla typer av hedgefonder. Mer begränsande torde dock kraven om offentlig tillsyn och samarbete mellan tillsynsmyndigheterna kunna vara. Sannolikt kan dessa krav exempelvis förhindra marknadsföring av offshorebaserade hedgefonder i Danmark.

5.5 Finland

Finland är liksom Sverige bundet av UCITS-direktivet och vad gäller harmoniserad gränsöverskridande verksamhet hänvisas därför till vad som beskrivits i det svenska avsnittet om gränsöverskridanden. Ur hedgefondsynpunkt är emellertid inte de EG-harmoniserade gränsöverskridandena av högsta relevans. Mer intressant är istället i vilken utsträckning andra utländska *fondföretag*¹²² tillåts agera gentemot finska investerare.

Till skillnad från vad som gäller i Sverige är utländska fondföretags etablering i Finland reglerat i en särskild lag; lag om utländska fondbolags verksamhet i Finland 225/2004. I detta avseende är 129 § i lag om placeringsfonder relevant att beakta. Här stadgas att även fondföretag som inte omfattas av UCITS-direktivet får *marknadsföras* mot den finska

¹²² Termen *fondföretag* förekommer även i det finska regelverket, men har här en vidare betydelse och innefattar också inhemska fonder.

allmänheten under vissa förutsättningar. Med marknadsföring avses enligt Finansinspektionen alla former av marknadsföring.¹²³ Däremot omfattas exempelvis inte fallet då en investerare finner information om en fond över Internet, såvida informationen inte uttryckligen riktar sig mot finska investerare. Omfattad marknadsföring förutsätter den finska Finansinspektionens tillstånd, vilket i sin tur beviljas om fondföretaget möter vissa i lagrummet uppställda krav. För det första måste andelsägarna beredas ett skydd som i tillräcklig utsträckning motsvarar det som enligt lagen gäller för inhemskt upprättade fonder. För det andra måste fondföretaget stå under tillsyn som motsvarar Europeiska gemenskapens lagstiftning. För det tredje måste det finnas ett i tillräcklig utsträckning fungerande samarbete mellan tillsynsmyndigheten i fondföretagets hemland och Finansinspektionen.

I förarbetena betonas att fondföretagen som träffas av paragrafen kan uppvisa stora variationer vad gäller struktur, verksamhetsform och tillsyn. Vidare understryks att paragrafen omfattar verksamhet som bedrivs utan något fast verksamhetsställe i Finland. Sammantaget innebär detta att förutsättningarna för övervakning är begränsade med följderna att tillståndsbeviljandet i högsta grad är en förtroendefråga.¹²⁴ Tillstånd enligt aktuellt lagrum fordras oavsett om marknadsföringen sker från filial eller inte.¹²⁵ Avser man bedriva sådan verksamheten från en filial krävs utöver detta tillstånd även att man uppfyller förutsättningarna i lag om utländska fondbolags verksamhet i Finland. Avgörande i detta led är i första hand om det utländska fondbolaget erhållit auktorisation enligt UCITS-direktivets regler i annan stat eller inte. Är så fallet, räcker det med en anmälan hos Finansinspektionen för att få öppna filial. I andra fall måste man ansöka om tillstånd.

Det ovan beskrivna utgör grundförutsättningarna för marknadsföring av utländska fondföretag gentemot finska investerare enligt lag om placeringsfonder. Emellertid kan man även tänka sig en situation där man hamnar utanför lagen om placeringsfonder. Enligt den finska konstruktionen blir nämligen inte lagen tillämplig i de fall man vänder sig endast mot yrkesmässiga investerare. Detta gäller oavsett var den aktuella fonden är upprättad. Således kan utländska fonder erbjudas finska yrkesmässiga investerare utan beaktande av det här beskrivna regelverket. Aktuell typ av gränsöverskridande är således oreglerat ur finskt

¹²³ Finansinspektionen (Finland), tolkning 2/2004.

¹²⁴ RP 110 -2003, Detaljmotivering, 129 §.

¹²⁵ RP 110 -2003, Detaljmotivering, Lag om utländska fondbolags verksamhet i Finland.

hänseende. Vidare bör noteras att även lag om utländska fondbolags verksamhet i Finland undantar sådan filialetablering som endast riktar sig mot yrkesmässiga investerare.

5.6 Konklusion

Fonders gränsöverskridanden kan aktualisera flera rättsliga frågeställningar. När det rör sig om harmoniserad gränsöverskridande verksamhet inom EU uppstår normalt inga problem eftersom man löst frågorna paneuropeiskt. I övriga fall är frågan om hur man skall definiera den inhemska fondregleringens jurisdiktion av central betydelse. LIF innehåller rekvisiten *marknadsföra* och *sälja* för att avgöra vad som är tillståndspliktig verksamhet enligt svensk rätt. Principen är att både marknadsföring och försäljning inom landet måste ske för att LIF skall aktualiseras. I Norge är det *marknadsföring* inom landet som gör lagstiftningen tillämplig. Vidare resonerar man utifrån begreppet ”first approach” och menar att den inhemska lagstiftningen inte blir tillämplig om den utländska fonden inte tidigare marknadsfört sig inom landet i kombination med att det är investeraren som tar första kontakten. Liknande resonemang förekommer i den finska regleringen. Även den danska regleringen utgår från rekvisitet *marknadsföring*. Dessutom utvecklar man rekvisitet genom att göra en skiljelinje mellan direkt och indirekt marknadsföring.

I huvudsak förefaller de jämförda rättsordningarna vara överensstämmande avseende fastställandet av jurisdiktionen. Gemensamt för alla är att den inhemska lagstiftningen inte blir tillämplig om en investerare kontaktar en utländsk fond som inte tidigare bedrivit marknadsföring inom landet. Tar fonden däremot första kontakt torde detta vara att bedöma som en form av marknadsföring. Den svenska lagstiftningen innehåller ett krav om försäljning inom landet som inte återfinns hos övriga jämförda stater. Det är oklart huruvida försäljningskravet faktiskt medför någon materiell skillnad. Formellt sett torde kravet innebära att den svenska jurisdiktionen är något mer inskränkt i relation till övriga, men hur det förhåller sig i praktiken beror ytterst av faktisk tillämpning. Värt att notera är att en investerare aldrig kan förbjudas att investera i en fond som inte uppfyller inhemska lagstiftning. Lagstiftningen riktar sig istället mot fonderna.

Nästa frågeställning som aktualiseras handlar om hur den utländska fonden skall behandlas i de fall inhemska rätt är tillämplig. Samtliga jämförda lagstiftare har här gjort bedömningen att icke-harmoniserade utländska fonder bör ges tillträde till den inhemska marknaden. Däremot finns avvikelser mellan de jämförda rättsordningarna avseende under vilka former tillträde

skall beviljas. Gemensamt för samtliga är att man aldrig tillåter marknadsföring av utländska fonder som inte hade kunnat upprättas inom landet. Man vill alltså inte ställa lägre krav på utländska fonder än vad som gäller för inhemska, eftersom man annars skapar möjligheter att kringgå lagstiftningen.

Det går att finna stora likheter jämförda rättsordningar emellan. Exempelvis är krav om betryggande samarbete mellan den inhemska tillsynsmyndigheten och tillsynsmyndigheten i fondens hemland en grundläggande förutsättning för tillståndsbeviljande hos samtliga. Mer intressant är dock att studera på vilket sätt rättsordningarna skiljer sig åt. Här är framförallt den norska lagstiftningen och dess särskilda modell för försäljning av utländska fonder inom landet intressant att uppmärksamma. Att endast auktoriserade institutioner får sälja utländska fondandelar är en unik ordning som saknar motsvarighet i de övriga rättsordningarna. Effekten av konstruktionen är att den norska tillsynsmyndigheten avlastas i sitt tillsynsarbete då det skapas en incitamentsstruktur för marknadsaktörerna att övervaka varandra. Dessutom får tillsynsmyndigheten en god överblick över marknaden och försäljningen av utländska fonder. Den negativa sidan med konstruktionen är att den försvårar för utländska fonder som vill in på den norska marknaden eftersom dessa blir beroende av en norsk säljkanal.

Vidare är det intressant att beakta den danska regleringen av gränsöverskridande verksamhet, då denna genomgående är mer liberal än övriga. Ur förvaltningssynpunkt ställs nämligen mycket låga krav på fonder som vill etablera sig på den danska marknaden. Eftersom vissa kategorier av de danska inhemska fonderna nästan helt saknar förvaltningsbestämmelser, finns det heller inga hinder mot att uppställa låga krav även för utländska fonder. Följaktligen är det mindre sannolikt att utländska fonder förvägras tillträde till den danska marknaden med anledning av sin förvaltningskaraktär. Däremot uppställs krav om att den utländska fonden måste stå under offentlig tillsyn i hemlandet samt att det finns ett fungerande samarbete mellan de båda tillsynsmyndigheterna. Kravet om offentlig tillsyn och samarbete torde medföra att offshorefonder som ur förvaltningshänseende kvalificerar sig enligt de danska reglerna ändå inte får marknadsföras.

Även den finska regleringen av gränsöverskridande verksamhet är intressant att reflektera över. När det gäller gränsöverskridande verksamhet som endast riktar sig till yrkesmässiga investerare uppställs nämligen enligt den finska regleringen inga begränsningar. I jämförelse med den danska ordningen saknas här krav om offentlig tillsyn och fungerande samarbete

mellan tillsynsmyndigheterna. Effekten torde vara att också exempelvis offshorebaserade hedgefonder kan marknadsföra sina andelar gentemot finska yrkesmässiga investerare.

Sammantaget är det tydligt att villkoren för reglering av inkommande gränsöverskridande verksamhet i hög utsträckning är beroende av regleringen av inhemska fonder. Konstruktionsmässigt är det omöjligt att tillåta marknadsföring av en fond som går utöver den inhemska lagstiftningen. Följaktligen torde det inte heller vara möjligt att ytterligare öppna den svenska marknaden för utländska fonder utan att samtidigt liberalisera de inhemska bestämmelserna i motsvarande utsträckning. Uppkommer däremot behov av snävare reglering kan den norska försäljningsmodellen vara intressant att beakta. Slutligen är det intressant att reflektera över vad det svenska kravet om försäljning inom landet innebär vid fastställandet av jurisdiktionen. Vid en bokstavstolkning förefaller den svenska jurisdiktionen definieras oförklarligt snävt?

Källförteckning

I) Litteratur – I BOKSTAVSORDNING

Bergström C, Samuelsson P, Aktiebolagets grundproblem, Norstedts Juridik, Stockholm, 2001

Dagens Industri, "Hajar på jakt" – en onyanserad bild av hedgefonder, s 4, 2005-10-17

Coffee J C, Berle A A, Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, Working Paper, Columbia University School of Law, 1991

EFAMA, Quarterly Statistical Release N°20, 2004

European Parliament, European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives (2003/2082 (INI)), 2003

Financial Services Authority (FSA), Hedge funds and the FSA, 2002

Financial Services Authority (FSA), Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, 2005

Finansiell stabilitet, 1/2005, Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn, Riksbanken, 2005

Finansinspektionen, Handbok om investeringsfonder m.m., 2005-10-07

Fondbolagens Förening, Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande, 2004

Fondbolagens Förening, Svensk kod för fondbolag, 2004

Levich R M, International Financial Markets : Prices and Policies, Second Edition, McGraw-Hill, Singapore, 2002

Lhabitant F-S, Hedge funds – Myths and Limits, Wiley, Chichester, 2002

ICI, 2005 Investment Company Fact Book, 2005

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) - Report of the Technical Committee, Examination Of Governance For Collective Investment Schemes, 2005

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) - Report of the Technical Committee, Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure, 2003

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Conflicts of Interests of CIS Operators, 2000

McCrary S A, How to create and manage a hedge fund : a professional's guide, Wiley, Hoboken, N J, 2002

MCDermott, Will & Emery, International news, 2004

Olinder R, Associationsformens roll för rättighetsfördelningen i fondverksamhet – en komparativ studie av Sverige och England, rapport nr 21, Personal Finance and Family Business Research Program, 2001

Oslo Børs, Høringsuttalelser – Forslag om nye regler om Spesialfond

Pozen R C, Institutional Perspective on Shareholder Nominations of Corporate Directors, 2003

PricewaterhouseCoopers, The regulation and distribution of hedge funds in Europe - Changes and challenges, 2004

Pålsson A-M, Fondbolagen - de ovilliga och olämpliga ägarna, Ekonomisk debatt, 2001

Pålsson A-M, Samuelsson P, Värdepappersfonder som placeringsform, rapport nr 18, Personal Finance and Family Business Research Program, 2001

Riksbanken, Penning och valuta politik, Walter P, Krause P, Hedgefonder – orosstiftare?, 1999

Rini W A, Fundamentals of the securities industry, McGraw-Hill, New York, 2003

Securities Exchange Commission (SEC), Implications of the Growth of Hedge Funds, 2003

Simmons & Simmons, Hedge funds in France: new developments, 2005

Skogstad Aamo B (foredrag av kredittilsynsdirektør), Hedgefonds og finansielle derivater, muligheter og trusler for marked og investorer, Valutaseminaret - Samfunnsøkonomene, Sanderstølen, 26 januari 2006

Svenskt näringsliv, Fakta om Sveriges ekonomi, 2004

Swiss national bank, Quarterly Bullentin, 2005

The Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM), Hedge Funds: An exploratory study of conduct-related issues, 2005

II) Offentligt tryck – I KRONOLOGISK ORDNING

Svenskt tryck

Prop 2002/03:150, En ny lag om investeringsfonder

SOU 2002:104, Investeringsfonder – Förvaringsinstitut, avgifter m.m.

SOU 2002:56, Investeringsfonder – förslag till ny lag

Prop 2001/02:150, Lag om elektronisk handel och andra informationssamhällets tjänster, m m

Prop 1989/90:153, Proposition om värdepappersfonder

Ds 1989:71, En ny aktiefondslag

SOU 1988:38, Ägande och inflytande i svenskt näringsliv

Prop 1974:128, Proposition om aktiefonder

Utländskt tryck

Finanstilsynet, Lovforslag nr L 151, Skriftlig fremsættelse (15 december 2004), Økonomi- og erhvervsministeren (Bendt Bendtsen)

Kredittilsynet, Høringsnotat om specialfond, 2004

Finanstilsynets afgørelse af 22 oktober 2004 vedr indirekte markedsføring af hedgefonde gennem obligationer ((hedge) fund-link obligationer)

Finansinspektionen (Finland), tolkning 2/2004 - 28.6.2004

RP 110/2003, Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagar om ändring av lagen om placeringsfonder samt vissa lagar i samband med den

Kredittilsynet Rundskriv 11/2001

RP 202/1998, Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till en ny lag om placeringsfonder samt ändring av vissa lagar som har samband med den

III) Författningstexter – I KRONOLOGISK ORDNING

Svenska rättsakter

Aktiebolagslag (2005:551)

Lagen (2004:46) om investeringsfonder

FFFS 2004:2, Finansinspektionens föreskrifter om investeringsfonder

Lag (1990:1114) om värdepappersfonder

Aktiefondslag (1974:931)

Utländska rättsakter

Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger (lov 55 af 31/01/2006)

2000/31/EG, Europaparlamentets och rådets direktiv av den 8 juni 2000 om vissa rättsliga aspekter på informationssamhällets tjänster, särskilt elektronisk handel, på den inre marknaden

Lagen om placeringsfonder (48/1999)

85/611/EEG Rådets direktiv av den 20 december 1985 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag)

Lov om verdipapirfond (1981-06-12 nr 52)

Investment Company Act of 1940

IV) Otryckta källor

EFAMA, Investment funds explained, www.efama.org, 2006-03-20

Investment Company Institute, www.ici.org, 2006-03-20

The Bank For International Settlements, www.bis.org, 2006-03-20

The Hedge Fund Association, www.thehfa.org, 2006-03-29

Statistiska centralbyrån, www.scb.se, 2006-03-29